

660

A 55.— 480 | 954

Die Finanzierung nordamerikanischer Eisenbahngesellschaften

Von

Dr. Ernst Picard

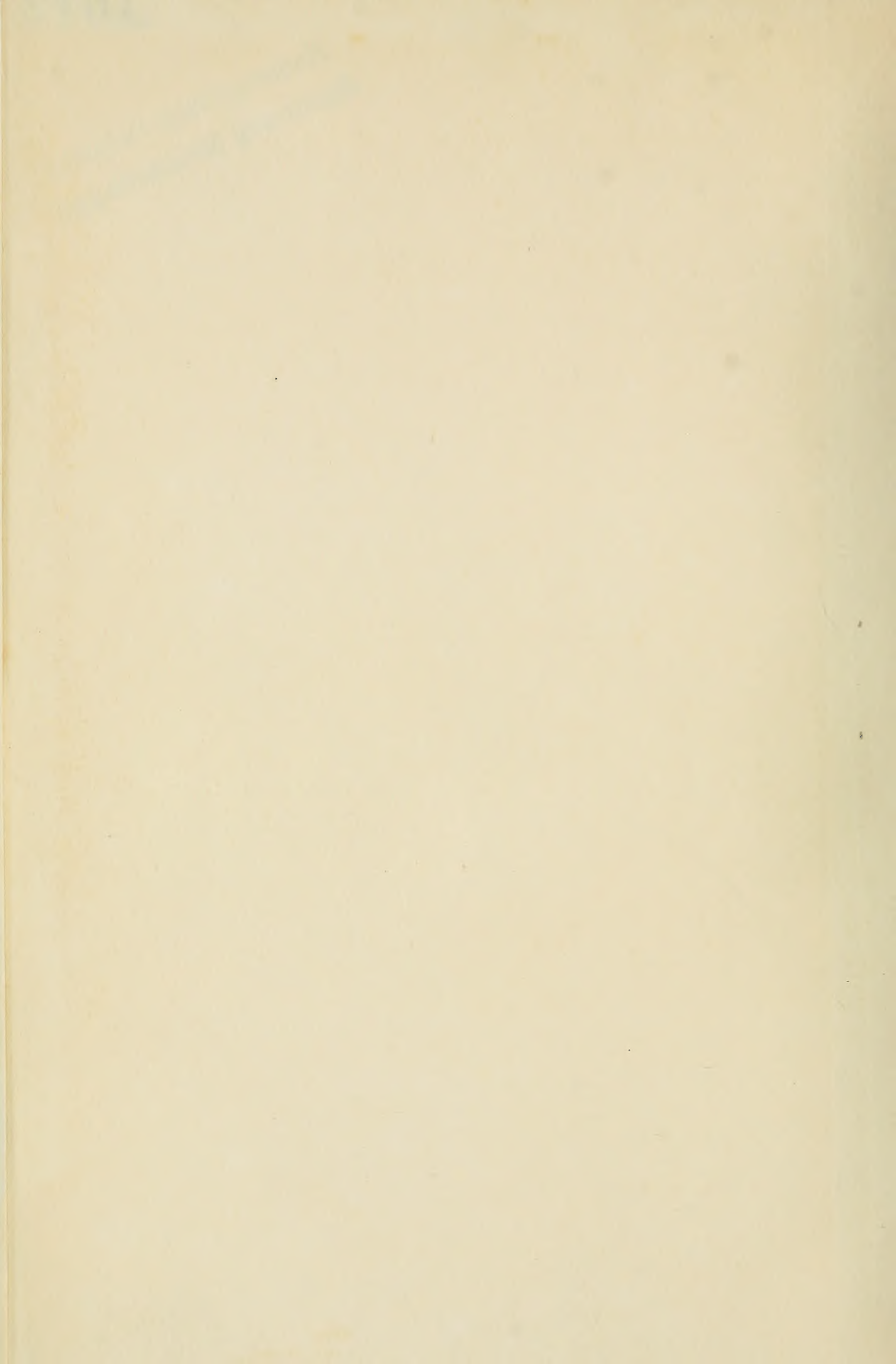


Jena
Verlag von Gustav Fischer
1912

Digitized by the Internet Archive
in 2010 with funding from
University of Toronto

http://www.archive.org/details/diefinanzierungn00pica

1012
Nederlandsch-Indische
Spoorweg Maatschappij,



Nederlandsch-Indische
Spoorweg-Maatschappij,

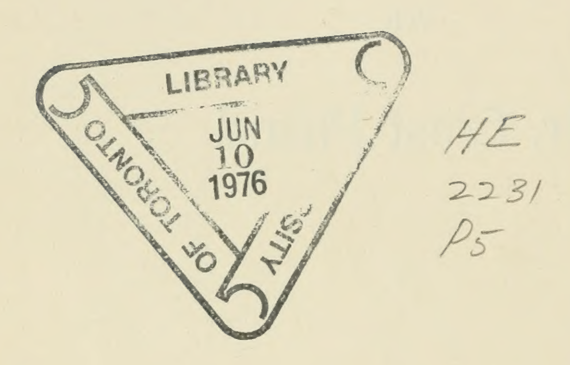
Die Finanzierung nordamerikanischer Eisenbahngesellschaften

Von

Dr. Ernst Picard



Jena
Verlag von Gustav Fischer
1912


LIBRARY
JUN 10 1976
UNIVERSITY OF TORONTO
HE
2231
P5

Fürstlich priv. Hofbuchdruckerei (F. Mitzlaff) Rudolstadt

Vorwort.

Die vorliegende Arbeit soll eine Darstellung der gebräuchlichsten Mittel geben, welche bei der Finanzierung der nordamerikanischen Eisenbahngesellschaften Anwendung gefunden haben.

Nachdem ich bereits am Staatswissenschaftlichen Seminar der Universität Berlin unter der Anleitung von Herrn Professor Dr. Ludwig Bernhard über den Begriff und den Inhalt der »Mortgage« gearbeitet hatte, widmete ich mich später, einer Anregung von Herrn Professor Dr. Robert Liefmann folgend, auch den anderen Finanzierungsmitteln eingehender. Das Resultat dieser Studien bildet die vorliegende Dissertation, bei deren Anfertigung mich Herr Professor Dr. Liefmann in Freiburg in dankenswertester Weise mit Rat und Tat unterstützte.

Das Material für diese Arbeit stammt ausschließlich aus solchen Quellen, die mir in Deutschland zur Verfügung gestellt werden konnten. Hierbei kamen naturgemäß zunächst die bekannten großen Bibliotheken in Betracht. Ferner konnte ich dank der liebenswürdigen Vermittlung des Herrn Ministerialdirektor Hoff die Bücher der Bibliothek des Ministeriums der öffentlichen Arbeiten in Berlin benutzen. Wertvolle Hilfe leistete mir dann auch die Bibliothek des Amerika-Instituts in Berlin, dessen Leiter, Herr Dr. K. O. Bertling, mir die Benutzung der einschlägigen Werke in freundlichster Weise erleichterte. Das Material, welches ich zur Darlegung der verschiedenen Beispiele bedurfte, wurde mir in liberalster Weise vom Sekretariats-Archiv des Frankfurter Bankhauses Lazard Speyer-Ellissen zur Verfügung gestellt, wofür ich namentlich Herrn Hans Sauer herzlichsten Dank schulde.

Inhaltsübersicht.

I. Die Bedeutung der amerikanischen Eisenbahnwertpapiere für den Effektenmarkt Europas und Amerikas.

Da seit einigen Jahrzehnten die größeren Eisenbahngesellschaften Deutschlands in staatlichen Besitz übergegangen sind, ist der Hauptteil aller Wertpapiere deutscher Bahnen nach und nach vom Effektenmarkt verschwunden. Nur die Aktien und Obligationen einiger kleinerer heimischer Eisenbahngesellschaften werden heute noch an den deutschen Börsen gehandelt. Dagegen hat natürlich die Ausgabe deutscher Staatsanleihen, die zum Zwecke der Finanzierung der verstaatlichten Bahnen begeben werden mußten, in erheblichem Maße zugenommen.

Ganz anders liegen die Verhältnisse in Ländern, die noch heute dem System privater Bahngesellschaften den Vorzug geben, denn hier spielen die Eisenbahnwertpapiere eine äußerst wichtige Rolle. Zu den Ländern mit privatem Bahnbetrieb gehören auch die Vereinigten Staaten von Amerika, und gerade für deren Effektenmarkt ist die Bedeutung der Eisenbahnwerte besonders in die Augen fallend. Schon ein kurzer Blick auf den Kurszettel der New Yorker Börse beweist rein äußerlich die maßgebende Stellung, welche diese Werte dort einnehmen. Von den 12 Spalten des Kurszettels, welcher alle an der New Yorker Börse offiziell gehandelten Papiere aufführt, sind nämlich nicht weniger als 7 Spalten den Obligationen und 1 Spalte den Aktien der amerikanischen Bahngesellschaften gewidmet.

Während die Aktien dieser Eisenbahngesellschaften im großen und ganzen mehr spekulativen Charakters sind, bedeuten die Obligationen das Hauptanlagepapier für das amerikanische Publikum. Dies erklärt sich zu einem großen Teil aus dem Mangel, der dort an sonstigen geeigneten Anlagewerten herrscht. Denn die Anleihen der Vereinigten Staaten selbst werden zum größten Teile überhaupt nicht dem großen Publikum zum Kaufe angeboten, da die Nationalbanken diese Schuldverschreibungen übernehmen müssen, um gegen deren Hinterlegung Banknoten ausgeben zu können. Und die von den anderen öffentlichen Körperschaften, wie Einzelstaaten

und Städten, ausgegebenen Anleihen sind auch nicht imstande, die ganze Nachfrage nach Anlagewerten zu befriedigen.

Es ist daher leicht erklärlich, daß sich das Publikum immer mehr an den Ankauf von Eisenbahnobligationen gewöhnt hat; hierzu trug bei, daß derartige Obligationen stets in genügender Menge erhältlich sind, da ihr ausstehender Gesamtbetrag die Summe der von der Regierung, den Staaten und den Städten ausgegebenen Anleihen um das Doppelte übersteigt, und daß wenigstens die besseren Eisenbahnobligationen auch eine sichere Anlage bieten. Dieser letztere Umstand erhellt auch daraus, daß eine große Anzahl dieser Papiere in den Vereinigten Staaten zu den mündelsicheren gerechnet wird.

Von dem Verhältnis der Eisenbahnobligationen zu den Anleihen öffentlicher Körperschaften gibt die folgende Aufstellung für das Jahr 1910, welche dem Buch von Rosenthal über »Amerikanische Bonds« entnommen ist, ein ungefähres Bild:

Bundesobligationen	$ 913 317 490
Anleihen der Einzelstaaten . . .	„ 275 000 000
Provinzial- und Kommunalanleihen	„ 2 490 000 000
Eisenbahnobligationen	„ 9 394 332 504.

Von den gesamten ausstehenden Eisenbahnpapieren, die sich auf annähernd 18 Milliarden Dollar belaufen, befindet sich jedoch nur ein relativ kleiner Teil im Besitze des großen Publikums. Eine Berechnung, welche die »American Review of Reviews« für das Jahr 1910 anstellt, findet, daß nur 25 %, also nur der vierte Teil aller Eisenbahnpapiere, im Besitze der Bevölkerung der Vereinigten Staaten sind, während sich die übrigen Beträge ungefähr folgendermaßen verteilen:

Ungefähr 20% aller Eisenbahneffekten besitzen die Eisenbahngesellschaften selbst. Diese Zahl ist sogar eher etwas zu niedrig gegriffen, da die Interstate Commerce Commission im Jahre 1908 feststellte, daß ca. 26 % aller Eisenbahnwertpapiere im Verlaufe der Konsolidierungsprozesse von den Bahngesellschaften und den Holding Companies aufgekauft worden sind.

Weitere 6 % der Eisenbahneffekten befinden sich im Besitze von Banken, wobei die Summen, welche die Sparbanken in solchen Effekten angelegt haben, noch nicht mitgerechnet sind. Die Höhe dieser Zahl ist den diesbezüglichen Feststellungen der National Monetary-Commission entnommen.

Hierzu kommen dann ferner die Beträge, welche die Versicherungsgesellschaften besitzen. Laut einem amtlichen Bericht

des Jahres 1907 über die amerikanischen Versicherungsgesellschaften hatten diese insgesamt $ 797 722 038 Eisenbahneffekten in ihren Portefeuilles; das sind ca. $4^1/_2$ % aller ausstehenden Eisenbahnwerte. Diese Summe verteilt sich folgendermaßen auf die einzelnen Arten der Versicherungsgesellschaften:

Lebensversicherungen . . .	$ 668 262 896
Feuerversicherungen . . .	„ 113 702 893
Unfall- und Haftpflichtvers. .	„ 15 756 249.

Weitere ca. 4 % der Eisenbahnwerte befanden sich in den Tresors der Sparbanken von sechs Staaten. Diese Sparbanken der Staaten New York, New Jersey, Massachussetts, New Hampshire, Connecticut und Maine besaßen im ganzen $ 614 648 723 Eisenbahnobligationen, d. h. ca. 100 Dollar für jeden ihrer Deponenten.

Ungefähr 10 % aller Eisenbahnwerte befinden sich dann ferner entweder im Privatbesitze der großen Eisenbahnunternehmer der Vereinigten Staaten, oder in ihrem Nachlaß oder auch im Besitze der Hospitäler, Universitäten und anderer gemeinnütziger Anstalten, welche sie begründet haben. Diese Personen können natürlich nicht zu dem großen Publikum gerechnet werden, da sie den Eisenbahngesellschaften gegenüber eine ganz besondere Stellung einnehmen und ihre Zahl sich vielleicht auf nur 2—300 beläuft.

Goulds Hinterlassenschaft allein betrug ungefähr $ 80 Millionen, von denen ein großer Teil in Eisenbahneffekten angelegt war. Dasselbe gilt für die großen Hinterlassenschaften von Pratt, Harriman, Hawley und anderen.

Die großen Schenkungen, welche Rockefeller bis zur Gesamthöhe von $ 160 Millionen zu gemeinnützigen Zwecken gemacht hat, wurden zum großen Teile in Eisenbahnobligationen und Aktien gewährt. Die wohltätigen Anstalten Massachussetts' allein besitzen $ 15 Millionen Eisenbahnpapiere und die Universitäten Harvard und Yale $ 7 Millionen resp. $ 3,5 Millionen.

Der jetzt noch fehlende Betrag der amerikanischen Eisenbahnwertpapiere beläuft sich ungefähr auf 30 %. Diese Werte befinden sich nicht in amerikanischem Besitz, sondern sie sind im Auslande, d. h. hauptsächlich in Europa, plaziert.

Speare nimmt bereits 1906 die Höhe der Eisenbahnwerte, die im Besitze europäischer Kapitalisten sind, noch etwas höher an. Er schätzt sie nämlich auf $ 6 Milliarden und verteilt diese Summe folgendermaßen auf die einzelnen Länder:

Großbritannien .	$ 4 000 000 000
Deutschland . .	„ 1 000 000 000
Holland . . .	„ 600 000 000
Frankreich . .	„ 300 000 000
Schweiz . . .	„ 100 000 000
	$ 6 000 000 000

Schon sehr früh, bereits in den dreißiger Jahren des verflossenen Jahrhunderts, hatte man begonnen, die europäischen Kapitalisten für amerikanische Bahnwerte zu interessieren. Anfangs waren jedoch derartige Effekten nur in England unterzubringen, bald aber folgten auch Deutschland und Holland, so daß es heute sehr schwer festzustellen ist, wie hoch sich die im Laufe dieser langen Zeit nach Europa verkauften Beträge belaufen.

In England wurden besonders nach dem Bürgerkrieg in den Vereinigten Staaten große Mengen von Eisenbahneffekten untergebracht, da es damals in Amerika unmöglich war, die zum Bau von Bahnen notwendigen Mittel aufzubringen. Am Ende der 70-er Jahre und von 1880—1885 nahmen die Verkäufe von amerikanischen Eisenbahnwerten nach England immer mehr zu. Man glaubt, daß von 1880—1890 allein $ 3 Milliarden englisches Kapital in ausländischen Papieren angelegt wurden. Speare meint behaupten zu können, daß wenigstens die Hälfte dieser Summe den Eisenbahnunternehmungen der Vereinigten Staaten zugeflossen ist. Dies erklärt sich zum großen Teil daher, daß viele der großen amerikanischen Bankhäuser, welche die Finanzierung der Bahnen leiteten, ihre eigenen Niederlassungen in London hatten, mit deren Hilfe große Beträge im englischen Publikum untergebracht werden konnten. Da aber die Engländer durch die Krise von 1893 sehr viel Geld an amerikanischen Bahnwerten verloren, wurde es von da an schwieriger, derartige Effekten in England zu plazieren. Allmählich nahm aber das Vertrauen zu den amerikanischen Bahnen wieder zu, so daß heute ein großer Teil der alljährlich zur Ausgabe gelangenden Eisenbahneffekten seinen Weg nach England findet.

Bedeutend größere Schwierigkeiten bereitete es, das französische Kapital für amerikanische Bahnwerte zu interessieren, und erst in den letzten Jahren ist hierin eine Zunahme zu konstatieren. Zunächst hinderten die hohen Steuern, die bei der Einführung ausländischer Obligationen an der Pariser Börse zu entrichten sind, die Notierung vieler Anleihen in Frankreich. Ferner bot auch der Charakter der französischen Kapitalisten der Plazierung von amerikanischen Eisenbahnobligationen darum besondere Schwierigkeiten, da

sich dieselben gern mit einer niedrigen Verzinsung ihrer Anlagen begnügten, wenn sie nur die Gewißheit hatten, daß ihre Papiere absolut sicher waren. Dies veranlaßt ja bekanntlich auch den hohen Kurs der französischen Rente. Da aber in den letzten Jahren durch die allgemeine Verteuerung der Lebensführung auch in Frankreich der Wunsch nach höherer Rentabilität der Kapitalanlagen erwacht ist, so konnten in dieser Zeit die Emissionen amerikanischer Bahnwerte in Frankreich auf bessere Aufnahme als früher rechnen. So gelang es denn auch in verhältnismäßig kurzer Zeit, große Summen derartiger Werte in Frankreich unterzubringen. Die amerikanischen Finanziers sehen es natürlich besonders gern, wenn sich ihnen Gelegenheit bietet, Effekten in Frankreich zu plazieren. Denn die vielen Zweiganstalten der großen Banken und der Reichtum des Landes verschaffen den Anleihen fast immer einen außerordentlich raschen Absatz, und es besteht wenig Gefahr, daß die eben plazierten Werte in kurzer Zeit wieder an den Markt kommen. Der Franzose behält nämlich seine Effekten meist bis zu ihrer Fälligkeit; aber er kauft sie andererseits auch nur dann, wenn sie mit guter Sicherheit ausgestattet sind. Und daher erklärt es sich wohl auch, daß die amerikanischen Obligationen, die nach Frankreich verkauft werden, meist gut gesichert sind.

Holland hat, im Gegensatz zu Frankreich, schon sehr früh Interesse für amerikanische Eisenbahnpapiere bewiesen. Da das Land reich ist und viele Gewinne aus seinen Kolonien bezieht, und da ferner seine Bevölkerung äußerst sparsam lebt, so konnte es sich immer mehr zu einem Gläubiger-Staat entwickeln. Im Laufe der Jahre sollen $ 600 Millionen amerikanischer Bahnwerte in Holland untergebracht worden sein, die Dank dem Charakter und dem Temperament der Niederländer zum größten Teile in deren Besitz bleiben, bis der Termin ihrer Tilgung herangekommen ist.

Auch die Schweiz hat allmählich wachsende Summen in amerikanischen Eisenbahn-Effekten investiert. Hier waren es hauptsächlich die Schweizerische Kreditanstalt und der Schweizerische Bankverein, welche die Bevölkerung an den Kauf solcher Werte gewöhnt haben.

Schließlich ist dann noch von der Bedeutung zu reden, welche die amerikanischen Bahnwerte für das deutsche Kapital haben. Fast gleichzeitig mit England hat auch Deutschland angefangen, die Effekten amerikanischer Bahnen zu kaufen. Die auf diese

Weise nach Amerika exportierten Kapitalien sind immer stärker angewachsen, bis Ende des vorigen Jahrhunderts, als Folge der Krisis des Jahres 1893, 60—80% aller nordamerikanischen Werte, die in deutschem Besitz waren, verkauft wurden. Seit dieser Zeit hat man aber wieder angefangen, sich mehr für die amerikanischen Bahnen zu interessieren, und dieses Interesse hat in solchem Maße zugenommen, daß sich im Februar des Jahres 1911 die rechtsstehenden Parteien des Reichstags mit einer Interpellation an die Regierung wandten, damit diese zu dem immer stärker werdenden Kapitalexport Stellung nehme.

Aus der Antwort der Regierung ging hervor, daß sie der zu großen Einführung ausländischer Papiere an deutschen Börsen nicht sympathisch gegenübersteht, soweit nicht durch die Hergabe deutschen Kapitals gleichzeitig Bestellungen für die deutsche Industrie gesichert werden. Denn sie glaubt, die niedrigen Kurse und die schlechte Absatzmöglichkeit der deutschen Staats- und Kommunalanleihen auch darauf zurückführen zu müssen, daß das Anlagekapital großenteils nach dem Auslande wandert, um sich hier deutschen Interessen gänzlich fernstehenden Unternehmungen und besonders den amerikanischen Bahnen zuzuwenden.

Da sich gerade anläßlich dieser Debatten im Reichstag zeigte, wie wenig über die Geschichte und das Wesen der amerikanischen Eisenbahnfinanzierung in Deutschland bekannt ist, können vielleicht die folgenden Darstellungen hierüber etwas Klarheit verbreiten.

II. Die rechtliche Stellung der amerikanischen Eisenbahngesellschaften und ihre Konzessionierung.

In den Vereinigten Staaten von Amerika werden die Eisenbahnen von großen Gesellschaften betrieben, die das Kapital und die Arbeitskraft vieler Menschen in sich vereinigen. Diese Gesellschaften verrichten ihre Aufgabe nach eigenem Ermessen, doch unterliegen sie in besonders wichtigen Zweigen ihrer Tätigkeit der Aufsicht staatlicher Organe. Sie sind infolgedessen in mancherlei Hinsicht von anderen Privatunternehmungen verschieden.

Die Mitglieder der Gesellschaften führen die Bezeichnung Stockholders (auch Shareholders), was dem deutschen Begriff Aktionäre entspricht. Diese Mitglieder halten eine jährliche Versammlung ab, in welcher sie die Direktoren wählen, welchen sodann die Verwaltung der Bahn im Namen der Aktionäre obliegt. Diese Direktoren wiederum, welche in ihrer Gesamtheit den Board of Directors — Verwaltungsrat — bilden, wählen aus ihrer Mitte den Vorsitzenden des Verwaltungsrates und ernennen außerdem die sog. Officers, d. h. die Beamten, welchen die Leitung der einzelnen Verwaltungszweige der Bahn überlassen bleibt. Solche Officers sind: der Präsident, der oder die Vizepräsidenten, der Schatzmeister und sein Stellvertreter, der Schriftführer und sein Stellvertreter, die Betriebsleiter, der Rechtsbeistand usf.

Man unterscheidet zwei Arten von Gesellschaften: private und öffentliche. Die amerikanischen Eisenbahngesellschaften vereinigen Eigenschaften beider Arten in sich. Hinsichtlich des Gesetzes werden sie unter die Privatgesellschaften gerechnet, während die Dienstleistungen, welche sie erfüllen, öffentlicher Natur sind. In manchen Staaten, wie z. B. in Deutschland, hat es die Regierung selbst übernommen, den Aufgaben, welche die Eisenbahnen zu erfüllen haben, nachzukommen. In den Vereinigten Staaten dagegen werden die Eisenbahnen, wie bereits erwähnt, von Privatgesellschaften betrieben. Ihrem teils privaten, teils öffentlichen Charakter gemäß nennt man diese dort »Quasi-Public Corporations«. Diese Bezeichnung wird dadurch gerechtfertigt,

daß die Bahngesellschaften öffentliche Aufgaben auf eigene Rechnung und Gefahr, d. h. mit privatem Kapital erfüllen. Ihre Rechtsfähigkeit erhalten sie, wie gewöhnliche industrielle Unternehmungen, durch Bestimmungen des Privatrechts. Trotzdem bleiben sie auch öffentlich rechtlichen Gesetzesbestimmungen unterworfen, denn sie müssen sich eine Staatsaufsicht gefallen lassen, soweit ihr Betrieb öffentliche Interessen berührt.

Einer der wichtigsten gesetzlichen Grundsätze hinsichtlich der Eisenbahnen in den Vereinigten Staaten ist der, daß sie als »Public Highways«, öffentliche Straßen, betrachtet werden. Diese Auffassung haben die Amerikaner von den Engländern übernommen und haben auf ihr die ganze Eisenbahngesetzgebung aufgebaut. In Wirklichkeit hat die Eisenbahn in keiner Hinsicht etwas mit einer öffentlichen Straße gemein, noch weniger gleicht die Gesellschaft, welche die Eisenbahn betreibt, einem Fuhrunternehmer. Je mehr sich Verkehr und Betrieb entwickelten, desto mehr mußte man zu der Einsicht gelangen, daß diese alte Auffassung falsch war. Trotzdem hielt man an ihr fest, und besonders seit den 70er Jahren huldigte man immer mehr der Theorie, daß die Eisenbahn nichts anderes sei, als ein groß gewordener Frachtführer, der ein Monopol auf einer Straße erlangt hat und der durch die erzielten Gewinne seine eigentliche Aufgabe vergessen hat, so daß er an diese immer wieder durch die Ausübung staatlicher Macht erinnert werden muß. Anfänglich hatten sich die Eisenbahnen gegen diese Charakterisierung gewehrt und behauptet, sie seien rein private Unternehmungen. Schließlich waren sie aber doch genötigt, wenigstens nach außen hin die Auffassung der Gesetzgebung anzuerkennen; andernfalls wären nämlich die Konzessionsurkunden, die sie in ihrer Eigenschaft als Public Highways erhalten hatten, ungültig geworden. Denn die Verfassung verleiht der Gesetzgebung das Recht, die »Power of eminent domain« ausschließlich im Interesse der Öffentlichkeit zu verleihen. Aus dieser Auffassung des Wesens der Eisenbahnen folgt auch für die Regierung das Recht, Verordnungen für den Eisenbahnbetrieb aufzustellen.

Die Eisenbahngesellschaften der Vereinigten Staaten verdanken ihre gegenwärtige juristische Grundlage der ihnen bei ihrer Gründung jeweils von den Einzelstaaten erteilten Konzession. Es war nämlich erforderlich, da die Eisenbahn als öffentliche Straße angesehen wurde, das Publikum sowohl, wie auch die

Kapitalisten, welche ihr Geld in Eisenbahnpapieren anzulegen beabsichtigten, in weitem Maße durch Vertrag zu schützen. Dieser Vertrag wurde in die Form einer der Gesellschaft verliehenen Konzession gekleidet, über welche eine Urkunde, die sog. Charter, ausgefertigt wurde. Die Konzession stellt danach eine formelle Überlassung besonderer, sonst nicht erhältlicher Rechte und Privilegien seitens des Staates an die zu einer Eisenbahngesellschaft vereinigten Personen dar.

In den frühesten Perioden des Eisenbahnbaues war zur Erlangung einer Konzession nur notwendig, bei der Regierung ein Gesuch einzureichen, in welchem der Zweck der beabsichtigten Verkehrsverbesserung, ihre Wirkungen auf das Gemeinwohl und die erstrebten Vorrechte auseinandergesetzt wurden. Wurde dieser Antrag von der gesetzgebenden Körperschaft günstig beurteilt, so wurde ein formeller Vertrag zwischen dem Staat und den interessierten Parteien geschlossen. Es ist für die Konzessionen der amerikanischen Bahnen charakteristisch, daß man nicht so sehr auf den Nutzen Wert legte, welchen die Anlage einer Bahn dem Gemeinwohl brachte und der durch Erfüllung einiger unwichtiger Formalitäten dargelegt wurde, als auf den Umstand, daß sie dem öffentlichen Verkehr dienen solle. Nirgends ist erwähnt, daß eine Umfrage bei der Bevölkerung angestellt wurde, um deren Meinung über den Nutzen einer Bahnanlage zu erkunden. Man begnügte sich mit der einfachen Erklärung der Antragsteller, daß sie beabsichtigten, zwischen zwei bestimmten Punkten eine Bahn zur öffentlichen Benutzung zu bauen. Der Staat, durch dessen Gebiet die neue Bahn laufen sollte, erteilte die Konzession zum Bau durch ein besonderes Gesetz, das alle Pflichten, die der Bahn auferlegt, und alle Rechte, die ihr gewährt wurden, enthielt. Im folgenden sind die verschiedenen Bestimmungen solcher Konzessionsurkunden aus den Anfängen des Eisenbahnbaues in Amerika dargelegt.

Zunächst wird die Organisation der Gesellschaft unter ihrem gesetzlichen Namen vorgenommen; die Rechte, die sie als inkorporierte Gesellschaft genießt, werden aufgezählt. Dann wird der Modus der jährlichen Verwaltungsratswahlen, die Ernennung des ersten Aufsichtsrats, des Präsidenten, der Ingenieure, des Kassierers und der übrigen Beamten behandelt. Der Kassierer hat gewöhnlich eine Kaution bei dem Aufsichtsrat zu hinterlegen; der Staat Rhode Island setzte diese z. B. in der Charter der Boston and Providence Railroad auf mindestens $ 20000 fest.

Es folgt dann die Festsetzung des Aktienkapitals und die Verleihung des Rechts zu dessen Erhöhung. Die einzige Garantie, die hierbei gefordert wird, ist die Einwilligung der Aktionäre. Die Illinois Central Railroad z. B. hatte gemäß ihrer Charter ein anfängliches Aktienkapital von nur $ 1 Million, war aber berechtigt, dasselbe von Zeit zu Zeit um jede beliebige Summe zu erhöhen, jedoch nur dergestalt, daß das Aktienkapital niemals den für den Bahnbau insgesamt ausgegebenen Betrag überstieg.

Es wird dann den Bahnen eine bestimmte Zeit, bis zu der die Bauarbeiten begonnen werden mußten, zugestanden, bei der New York and Albany RR. Co. z. B. 3 Jahre. Der Gesellschaft wird dann die Verpflichtung auferlegt, im ersten Jahre eine gewisse Mindestsumme, z. B., $ 200 000 bei der New York and Lake Erie RR. (1832), für den Bau aufzuwenden und ferner in einer bestimmten Zeit eine gewisse Strecke vollendet zu haben, und so fort bis zur Fertigstellung der ganzen projektierten Linie. Bei der New York and Lake Erie RR. sollte ein Viertel in 10 Jahren, die Hälfte in 15 Jahren und die ganze Strecke in 20 Jahren vollendet sein. Bei Nichterfüllung einer solchen Verpflichtung sollen die Rechte der Gesellschaft verfallen, die bereits geleistete Arbeit jedoch stets ihr Eigentum bleiben. Der Gesellschaft muß in diesem Falle das Recht zustehen, zu beantragen, daß ihr die alten Rechte wieder zuerkannt und neue Bestimmungen über die Fertigstellung der Bahn festgesetzt werden. Die Gesellschaft ist verpflichtet, eine Strecke zuerst eingeleisig auszubauen, ehe sie mit der Legung eines zweiten Geleises beginnt.

Zur Bestimmung ihrer Route hat die Gesellschaft gänzlich freie Hand, und deshalb darf sie alle notwendigen Studien machen, bevor sie sich endgültig für eine bestimmte Trace verpflichtet. Über deren Verlauf muß von dem Verwaltungsrat ein offizieller Plan unterzeichnet werden, dessen Kopie an den Hauptplätzen der Grafschaften, welche die Bahn berühren soll, auszulegen ist.

Gewöhnlich ist auch bereits in der Konzessionsurkunde die Art und Weise, wie die Aktiensubskription erfolgen soll, und der Betrag der Einzahlungen auf die Aktien angegeben.

Besonders ausführlich wird in der Charter das Enteignungsrecht behandelt, um nach Möglichkeit eine zu geringe Entschädigung an die enteigneten Besitzer zu verhindern. Zu diesem Zwecke wird aus einigen Grundbesitzern der Grafschaft eine Jury gebildet, deren Mitglieder als redliche und unbestechliche Männer bekannt sein müssen. Bei diesen liegt dann die letzte Entscheidung

Die Gesellschaft hat das Recht, selbständig ihre Tarife aufzustellen und sie von Zeit zu Zeit zu ändern. Sie ist nur verpflichtet, dieselben eine gewisse Zeit vor ihrer Anwendung zu veröffentlichen. Eine solche Freiheit der Tarifbildung gewährte z. B. der Staat Connecticut (Charter der Hartford RR.). Nur in seltenen Fällen wurde ein Maximaltarif vorgeschrieben. Aber auch dann sind die Tarife den Transportpreisen auf gewöhnlichen Landstraßen proportioniert, und es besteht die Möglichkeit, sie zu erhöhen, bis die Netto-Transporteinnahmen 15 % des Aktienkapitals erreichen. Als Beispiele für Gesellschaften, denen Tarifmaxima auferlegt wurden, können die Baltimore and Ohio RR. und die New Brunswick and New York RR. angeführt werden.

Gewöhnlich findet sich in den Charters eine Klausel, welche die Landwirtschaft in den durchquerten Gebieten schützen und fördern soll. Der Inhalt dieser Bestimmung geht zumeist dahin, daß die Beförderung landwirtschaftlicher Produkte des betreffenden Gebiets zum gleichen Preise erfolgen soll, wie der Transport leerer Wagen. Zum Verständnis dieser Bestimmung muß erwähnt werden, daß zu Anfang des Eisenbahntransports die Güterwagen meist im Besitze des Verfrachters waren (z. B. New Brunswick and New York RR.). Die Konzession der New York and Albany RR. enthielt sogar die Bestimmung, daß die der Strecke anwohnenden Grundbesitzer die Bahnstrecke als Straße benutzen durften, um auf ihre Felder zu gelangen.

Der Gesellschaft stand anfänglich auch das Recht zu, selbständig die Sicherheitsmaßnahmen, die sie für ihren Betrieb als notwendig erachtete, zu treffen. Trotzdem wurden die Gesellschaften bereits damals von den Behörden dazu angehalten, die Strecke vor anderweitiger Benutzung zu sichern, um jedem Unfall und jeder Betriebsstörung vorzubeugen. Den gleichen Zweck verfolgt die der Gesellschaft erteilte Ermächtigung, das Niveau der Landstraßen, welche die Bahnstrecke kreuzen, zu heben oder zu senken. In diesem Falle ist die Bahn gezwungen, Entschädigungen an die Eigentümer dieser Straßen zu zahlen, gleichviel, ob diese im Besitze öffentlicher oder privater Gesellschaften sind. Die Bahngesellschaft darf auch Flüsse überbrücken, wenn sie hierdurch deren Schiffbarkeit nicht beeinträchtigt.

Die Dauer der Konzession ist manchmal unbeschränkt, z. B. in South Carolina, gewöhnlich ist sie aber auf 100 Jahre beschränkt, manchmal sogar auf eine kürzere Zeit. Ist letzteres der Fall, so hat der Staat gewöhnlich der Eisenbahngesellschaft ein

Monopol für eine bestimmte Strecke verliehen. Dies war bei der Amboy and Camden RR. (1830) der Fall.

Schließlich hat sich anfänglich der Staat stets das Recht vorbehalten, gegen Erstattung des Kostpreises zuzüglich eines hohen Zinses die Bahn anzukaufen. So hatte der Staat New York das Recht, die New York and Lake Erie RR. gegen Erstattung der Baukosten und 14% Zinsen zu kaufen. Dieses Recht stand dem Staate während 15 Jahren, von der Fertigstellung der Bahn an, zu.

Da die dargestellte Methode der Konzessionsverleihung die Möglichkeit zu Betrug und Bestechung in außerordentlich hohem Maße bot, wurde in den einzelnen Staaten gesetzlich festgelegt, welche Erfordernisse zur Erlangung einer Konzession notwendig wären. Hierdurch wurde die Konzessionsurkunde zu einer bloßen Formsache. Es ist der Staat New York gewesen, welcher durch ein Gesetz vom Jahre 1850 zuerst das Konzessionssystem, das sich als nutzlos und schädlich erwiesen hatte, aufgab. Die Eisenbahnen wurden durch dieses Gesetz im wesentlichen den übrigen Aktiengesellschaften gleichgestellt. Es waren nur geringfügige, man könnte sagen nur formelle Erfordernisse, deren Erfüllung den Gründern das Recht gab, eine Eisenbahngesellschaft ins Leben zu rufen und ihr das überaus wichtige Expropriationsrecht verschafften. Hierdurch wollte man erreichen, daß Beamtenbestechungen zum Zwecke der Erlangung ganz besonders weitgehender Privilegien aufhörten, und daß durch die Erleichterung der Bildung von Eisenbahngesellschaften ein starker Anreiz zu einem vermehrten Bau von Eisenbahnen gegeben werde. Dem vom Staate New York gegebenen Beispiel folgten alsdann alle übrigen Staaten. Von der Leyen beschreibt den Vorgang der Gründung von Eisenbahngesellschaften, wie er sich dann darstellte, in folgenden wenigen Worten: »Die Regel ist, daß die Gründung einer amerikanischen Eisenbahngesellschaft in derselben Weise geschieht, wie die jeder anderen Aktiengesellschaft. Einer besonderen staatlichen Konzession bedarf es dabei nicht. Es genügt, wenn eine Anzahl Personen zusammentritt, deren Zweck der Bau einer Eisenbahn ist, wenn die Gesellschaft das Aktienkapital dieser Bahn, die Anzahl und den Betrag der Aktien feststellt und alles dies in ein öffentliches Register eintragen läßt.«

Wenn die Gesetze der Einzelstaaten bezüglich der Gründung von Eisenbahngesellschaften und die Verordnungen hinsichtlich der Konzession gleich wären, so würde diese Methode von Vorteil

sein, aber tatsächlich sind nicht nur die Gesetze, sondern auch ihre Durchführung meist verschieden, da manche Staaten strenger vorgehen als die anderen. Diese Tatsache hat das Problem der Regulierung des Transports durch die einzelnen Staaten noch bedeutend erschwert, so daß auch in dieser Beziehung eine einheitliche Regelung durch die Regierung der Vereinigten Staaten gefordert wird.

Es liegt in der großen Bedeutung der Eisenbahnen für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes begründet, daß jeder Staat sich bemühen muß, ein möglichst ausgedehntes Schienennetz zu erlangen, damit alle Produkte seiner einzelnen Landesteile auf möglichst schnellem und direktem Wege an das für sie geeignete Absatzgebiet gebracht werden können. Wie andere Staaten, so haben daher auch die Staaten der nordamerikanischen Union den Bau von Eisenbahnen zu fördern gesucht. Sie haben zu diesem Zweck nicht nur die Gründung von Eisenbahngesellschaften nach Möglichkeit erleichtert, sondern auch, wo es nur ging, die einzelnen Gesellschaften unterstützt. Eine weitgehende Möglichkeit zu einer solchen staatlichen Unterstützung bot bereits die Charter. Da nun aber auch die Gründer von Eisenbahngesellschaften genau beurteilen konnten, welchen Wert der Bau der von ihnen projektierten Bahn für den Staat hatte, so stellten sie ihrerseits Bedingungen und Forderungen hinsichtlich der ihnen zu gewährenden Privilegien. Je weitergehend die auf diese Weise von dem Staat erlangten Unterstützungen waren, desto eher schien ein finanzieller Erfolg der Eisenbahn gesichert. Wir können daher die den Bahnen gewährten Privilegien als das erste Mittel betrachten, welches Kapitalisten zur Anlage ihrer Gelder in Papieren neugegründeter Eisenbahngesellschaften anregen konnte, und als das erste Aktivum, das diesen Kredit berechtigt erscheinen ließ.

Die Gefahr, welche eine Eisenbahngesellschaft am meisten fürchten mußte, war naturgemäß die, daß der Staat eines Tages einem Konkurrenzunternehmen gleichfalls die Konzession zum Bau erteilen könnte. Darum ging das erste Streben der Gründer darauf aus, der Gesellschaft, wenigstens für die ersten Jahre, ein Monopol für ihr Interessengebiet zu sichern. Und wie bereits früher gezeigt, willfahrten manche Staaten diesen Forderungen, ohne zu bedenken, daß sie sich dadurch gänzlich der Willkür der Bahngesellschaften aussetzten.

Außer der bereits früher genannten Amboy and Camden RR.

hat z. B. auch die Boston and Lowell RR. für 30 Jahre die Garantie erhalten, daß der Staat innerhalb dieser Zeit keine Konkurrenzlinie konzessionieren werde. Ebenso enthält die Charter der Western RR. die staatliche Zusage, daß innerhalb 30 Jahren keine andere Bahn zwischen Worcester und der Grafschaft Hampden einerseits, und zwischen Springfield und der Grafschaft Berkshire andererseits gebaut werden sollte.

Einzig dastehend in der Geschichte der amerikanischen Eisenbahnen ist aber wohl das der Amboy and Camden RR. Co. seinerzeit verliehene Monopol. In der Charter dieser Gesellschaft wurde ihr vom Staate New-Jersey die Verpflichtung auferlegt, für jeden Passagier 10 Cents und für jede Tonne Waren, die sie über ihre Linie transportierte, 15 Cents an den Staat abzuführen. Mit dieser Abgabe bezahlte die Gesellschaft das Privileg, die einzige Bahn in New-Jersey zu sein. Bei Konzessionierung einer weiteren Gesellschaft sollten die Abgaben an den Staat aufhören. Später wurde noch ein Zusatz zu diesem Gesetz angenommen, demzufolge der Staat 1000 vollbezahlte Aktien der Gesellschaft erhielt, die er zurückgeben sollte, sobald eine andere Bahn zwischen New York und Philadelphia gebaut würde. Die Gesellschaft vereinigte sich später mit der Delaware and Raritan Canal Co., und bei dieser Gelegenheit wurden dem Staat weitere 1000 Aktien unter den gleichen Bedingungen überlassen. Dieses Übereinkommen, das 30 Jahre von der Fertigstellung der Bahn an in Kraft bleiben sollte, wurde im Jahre 1868 aufgehoben. Im folgenden Jahre erfolgte dann die Abschaffung der Abgaben der Bahn und die Aufhebung ihrer besonderen Privilegien. Perrot führt in seinem Buch über den Aktienschwindel eine Stelle aus dem »Magazin für die Literatur des Auslandes« an, in der es in Bezug auf diese Zustände heißt: »Der kleine Staat New-Jersey befindet sich bereits mit all seinen politischen, finanziellen und kommerziellen Interessen in den Händen der New-Jersey Eisenbahngesellschaft. Obgleich die Verfassung der Vereinigten Staaten ausdrücklich verordnet, daß ein Staat dem Handel eines anderen Staates keine Hindernisse in den Weg legen dürfe, so hat doch der Staat New-Jersey, bestochen durch Geldversprechungen, der Gesellschaft das Monopol verliehen und es gegen alle Opposition aufrecht erhalten. Dieses Monopol kostet den Bewohnern New-Jerseys wenigstens $ 10 Millionen jährlich durch den Druck, welchen es auf die Agrikulturinteressen des Staats ausübt, während seine Wirkung auf die politische Moralität der Gesetzgebung und die erziehlichen

Interessen des Staats es dahin gebracht hat, daß der Name New-Jersey in der ganzen Union gleichbedeutend gilt mit Trägheit, Langsamkeit des Fortschritts usw.«

Ein weiteres Privileg, das den Bahnen finanzielle Vorteile brachte, war die Erlaubnis zum Betrieb einer Lotterie. Diese Institution war in der Union bei Beginn der Eisenbahngründungen nahezu gänzlich abgeschafft. Da es aber an Kapital zum Bau von Eisenbahnen fehlte, und da man diese als unbedingt notwendig erachtete, ließen sich endlich einige Staaten dazu bewegen, dieses außerordentlich fragwürdige Mittel zugunsten der finanziellen Unterstützung der Bahnen zuzulassen. So setzte im Jahre 1833 der Staat North-Carolina eine Kommission ein, die den Auftrag hatte, mit Hilfe einer Lotterie $ 50 000 für die Cape Fear, Yadkin and Pedee RR. zu beschaffen und sie dann in Aktien der genannten Bahn auf den Namen der Stadt Fayetteville anzulegen.

Missouri ermächtigte, ebenfalls im Jahre 1833, Vertrauensmänner in New Franklin, die Summe von $ 15 000 für den Bau einer Eisenbahnverbindung zwischen dieser Stadt und dem Mississippi durch eine Lotterie aufzubringen.

Ein ziemlich häufig angewandtes Mittel, besonders in den Südstaaten, war die Verleihung des Privilegs an Eisenbahngesellschaften, Bankgeschäfte zu betreiben. Als Beispiel einer solchen Gesellschaft sei die Central RR. and Banking Co. of Georgia angeführt, deren Namen noch heute ausstehende Obligationen führen; die Gesellschaft selbst heißt seit 1895 Central of Georgia Ry. Co. Als man den Bau von Bahnen zwischen Savannah und Macon und zwischen Augusta und Athens plante, wandten sich die Central RR. und die Georgia RR. Cos. an den Staat mit der Bitte um Hilfe, da ohne diese an eine Durchführung des Plans nicht zu denken war. Da der Staat ihrem Ersuchen nicht entsprach, baten sie statt dessen um die Verleihung des Bankprivilegs, welches sie auch wirklich erhielten. Sie änderten dementsprechend im Jahre 1835 ihre Namen um in »Central Railroad and Banking Co.« und »Georgia Railroad and Banking Co.«. Jede Gesellschaft durfte jetzt die Hälfte ihres Kapitals für bankgeschäftliche Zwecke verwenden und Noten bis zum dreifachen Betrag dieser Hälfte ausgeben. Bereits 1836 findet sich ein Schriftsteller, der die Verleihung eines solchen Privilegs angreift und sehr mit Recht folgendes schreibt: »Es besteht keine natürliche Verbindung zwischen einer Bank und einer Eisenbahn, da beide von Grund aus in ihrem Charakter und der Art ihres Betriebes verschieden

sind. Ich fürchte, daß auf Grund solcher Konzessionen das Bankkapital unvorsichtig vermehrt und ein ungerechtes Monopol unschicklich ausgedehnt wird.« (Federal Union; 25. Dez. 1836.)

Eine ähnliche »Banking Corporation«, als besondere Abteilung von Eisenbahngesellschaften, bestand auch in North- und South-Carolina und in Tennessee. Ihr Zweck war, Dividenden für die Aktionäre zur Zeit des Bahnbaues zu verdienen. Die Bankabteilung wurde von einem besonderen Direktorium geleitet, und weder ihre Barbestände, noch ihr Gewinn waren irgendwie für die Baukosten der Bahn haftbar. Der Präsident schrieb in seinem Jahresbericht über die Tätigkeit der Banken u. a. folgendes: »Wir betrachten die Errichtung der Eisenbahnbank als das Band, welches die Gesellschaft zusammenhalten wird, und als eine Hilfsquelle in Zeiten der Bedrängnis und daher als eine Voraussetzung für den Erfolg unseres großen Planes .... Die Geschichte der Vereinigten Staaten kennt nichts, was man unserer Bank vergleichen könnte. Noch nie haben diese Staaten bei der Errichtung einer solchen Bank mitgewirkt, noch nie wurden so liberale Privilegien gewährt. .... Die Noten der Bank dürfen für Zahlungen an den Staat benutzt werden — die einzige Beschränkung besteht darin, daß die Direktoren der Bank nach den ersten zwei Einzahlungen auf die Aktien keine weiteren Einzahlungen fordern dürfen, bevor nicht auch derselbe Betrag auf die Eisenbahnaktien eingezahlt worden ist. Dies hat den Zweck, den Bau der Bahn sicherzustellen.« Leider kam die Bahn, deren Bau diese Bank ermöglichen sollte, nie zustande.

Ein Privileg, das für die Eisenbahngesellschaften ebenfalls eine große finanzielle Bedeutung hatte, war die ihnen gewährte Steuervergünstigung. Diese indirekte Unterstützung ließ man den Bahnen teils als Ergänzung direkter staatlicher Hilfe, teils als Ersatz für diese zukommen. In manchen Fällen wurde absolute Steuerfreiheit zugestanden, meistens aber nur eine solche auf bestimmte Zeit oder eine prozentuelle Ermäßigung der Steuern. Steuerfreiheit für alle Zeiten wurde beispielsweise der Richmond and Danville RR. im Jahre 1846 und der Henderson and Nashville im Jahre 1850 laut ihren Charters zugesichert.

Dagegen wurde z. B. der Louisville, Nashville and Knoxville (1836) nur solange Steuerfreiheit gewährt, bis die Höhe ihrer Dividenden den gesetzlichen Zinsfuß überschritt. Bei Überschreitung desselben sollte jedoch nur eine Steuer auf die Dividende erhoben werden.

Ohne Rücksicht auf die Entwicklung ihrer Finanzen wurden von Steuern befreit: die Vermont Central RR. (1843) auf 10 Jahre, von ihrer Fertigstellung an gerechnet, die Bardstown and Louisville RR. (1833) auf 20 Jahre und die Vidalia, Harrisonburg and Alexandria RR. (1832) auf 40 Jahre.

Eine allgemeine Form der Unterstützung bildete die Ermäßigung der Steuern; in einzelnen Fällen war sogar gänzliche Steuerfreiheit vorangegangen. So wurde die Benton and Manchester RR. ein Jahr lang frei von jeder Steuer gelassen, dann aber mußte sie 25 Cents pro Aktie als Steuer entrichten.

III. Die den amerikanischen Eisenbahngesellschaften gewährten Unterstützungen.

Während wir im vorigen Abschnitt gesehen haben, auf welche Weise die Einzelstaaten der Union die Bahngesellschaften, von denen sie einen Nutzen für das Gemeinwesen erwarteten, indirekt unterstützten, indem sie ihnen durch Verleihung von Vorrechten und Privilegien die Beschaffung der zur Erreichung ihres Zieles und zur Durchführung ihrer Aufgaben nötigen Mittel erleichterten, wenden wir uns jetzt der Betrachtung zu, auf welche Weise und in welchem Maße die öffentlich rechtlichen Körperschaften die Bahngesellschaften auch direkt durch Überlassung von Geld und durch andere Mittel gefördert haben. Von den Unterstützungen ausgehend, welche die Regierung der Union selbst den Bahnen zuteil werden ließ, werden dann noch die direkten Unterstützungen durch Einzelstaaten, Grafschaften, Gemeinden, Städte und endlich auch durch Einzelpersonen zu behandeln sein.

Nach der Krisis des Jahres 1837 war es den Staaten der Union zum größten Teile nicht mehr möglich, die Unterstützungen, die zur Verbesserung der Verkehrsmöglichkeiten von ihnen erstrebt wurden, zu gewähren. Einige Staaten hatten ihre Gelder bei der für Rechnung des Staates erfolgenden Errichtung öffentlicher Unternehmungen verausgabt, und andere wiederum hatten durch Gesetz beschlossen, weitere Unterstützungen nicht mehr zu gewähren. Die Bundesregierung aber durfte Unternehmungen, welche der Verbesserung der inneren Zustände dienen sollten, finanziell nicht direkt unterstützen. Ferner war das Publikum, das durch erhöhte Steuern und durch das Sinken des Staatskredits die allzureichlichen staatlichen Unterstützungen der Eisenbahngesellschaften hatte fühlen müssen, gegen weitere Unternehmungen eingenommen. Aus diesem Stand der Dinge wird es erklärlich, warum der Bund sich dazu entschloß, den Eisenbahnen, die ja für die wirtschaftliche Erschließung in Amerika ganz besonders wichtig waren, weiter zu helfen und für diesen Zweck die Public Lands,

die Staatsländereien, zu verwenden, über welche die Bundesregierung frei verfügen konnte, da sie weder privates, noch einzelstaatliches Eigentum waren. Die Überlassung der Ländereien geschah gewöhnlich derart, daß der Bund, welcher, wie oben gesagt, derartige direkte Unterstützungen nicht leisten durfte, dem Einzelstaat gewisse Landstrecken überließ, die dieser der betreffenden Eisenbahngesellschaft weiterzedieren mußte. Ein solches Bundesgesetz hatte gewöhnlich folgende Überschrift: »An act granting the right of way, and making a grant of land to the States ......, in aid of the construction of a railroad from ...... to ....« Diese Landschenkungen erfolgten aber nicht allein zum Zweck der finanziellen Unterstützung von Bahngesellschaften, sondern zwei weitere Überlegungen waren es hauptsächlich, welche die Bundesregierung zur Vornahme dieser Schenkungen veranlaßten. Einmal wollte der Bund einen Anreiz zur Einwanderung geben und ferner war er der Ansicht, daß die von ihm zurückbehaltenen Ländereien dank der Erschließung des Landes durch die Eisenbahnen so stark in ihrem Werte steigen müßten, daß der Verlust, der ihm durch die Schenkung des ohne Bahnverbindung beinahe wertlosen Landes entstanden war, rasch wieder wett gemacht würde. Beide Erwartungen sind vollauf eingetroffen.

Um nun zu erreichen, daß das Land, welches die Regierung für sich selbst zurückbehielt, in gleicher Weise an der Wertsteigerung teilnehmen konnte, wie die verschenkten Landteile, wurde das in Betracht kommende Gebiet in sogen. alternating sections geteilt, d. h. man teilte das ganze Gebiet in eine Anzahl gleich großer Quadrate von denen immer abwechselnd eines der Eisenbahngesellschaft und eines dem Bund zuerkannt wurde. Um dies verständlicher zu machen, sei hier die Canadian Pacific Railway zur Erklärung herangezogen, obwohl diese ihre Ländereien nicht von der Union, sondern von der Kanadischen Regierung (1881) empfangen hat. Die hierbei in Betracht kommenden Ländereien bestanden aus einem 24 englische Meilen breiten Gürtel zu beiden Seiten der Bahn. Dieser wurde in Gemeindebezirke von 6 Meilen Länge und 6 Meilen Breite geteilt. Jeder Gemeindebezirk wiederum wurde in 36 Sektionen eingeteilt und eine Viertelsektion, in der Größe von 160 acres = 63,16 ha, bildete eine Normalfarm. Die geraden Nummern der Sektionen behielt die Regierung, die ungeraden Nummern wurden der Bahn überlassen. Infolgedessen bietet ein solcher Gemeindebezirk ungefähr folgendes Bild:

$^1/_4$ Sektion-Normalfarm

1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30
31	32	33	34	35	36

1 Meile

6 Meilen

Zum Beweise dafür, daß die Regierung mit der erhofften Wertsteigerung Recht behalten hat, möchte ich ebenfalls das Beispiel der Canadian Pacific Ry. anführen, das zugleich erhellen soll, eine wie große Unterstützung die Landschenkungen darstellen. Zu diesem Zwecke lasse ich den Ausweis der genannten Gesellschaft über ihren Landbesitz für das Geschäftsjahr 1909/10 folgen:

Bei ihrer Gründung erhielt die Bahn von der kanadischen Regierung eine Landschenkung von	26 710 400	acres
Gemäß einer im Jahre 1886 getroffenen Vereinbarung stellte sie hiervon der Regierung wieder zur Verfügung	6 793 014	„
	19 917 386	„
Hiervon verkauft bis 30. 6. 1910 (abzüglich annullierter Verkäufe)	12 582 138	„
Bestand am 30. Juni 1910	7 335 248	„
Der Landbestand von Gesellschaften, deren Kapital im Besitz der Bahn ist, setzte sich wie folgt zusammen:		
Manitoba South Western Colon. Ry. . .	101 838	„
Great North West Central Ry.	102 641	„
In British Columbia gelegenes Land:		
Columbia and Kootenay Ry.	52 635	„
British Columbia Southern Ry.	3 158 146	„
Columbia and Western Ry.	1 263 313	„
Gesamtlandbestand am 30. Juni 1910 . .	12 013 821	acres

Für die im Jahre	verkauften acres	wurden in $ erzielt	also per acre
1907/08	164 450	$ 1 569 165	$ 9 54
1908/09	376 946	$ 5 085 517	$ 13 52
1909/10	975 030	$ 14 468 564	$ 14 84

Der Erlös des verkauften Geländes wird in einem Landfonds verwaltet, über dessen Stand nachstehende Aufstellung Aufschluß gibt:

Für insgesamt verkaufte 12 582 137 acres wurden erzielt		$ 73 821 754.84
6,793,014 acres der Regierung zur Verfügung gestellt ($ 1,50 p. a.)		$ 10 189 521.—
Erlös aus den Landverkäufen der Manitoba South Western Colon. Ry.		$ 2 931 452.56
Great North West Central Ry.		$ 967 779.30
Manitoba and North Western Ry. . . .		$ 34 885.29
und aus den in British Columbia gelegenen Ländereien		$ 1 210 239.03
Zinseingänge	$ 3 055 348.78	
abzüglich Zahlungen an die Aktionäre am 1. 10. 09 und 1. 4. 10.	$ 1 500 000.—	$ 1 555 348.78
		$ 90 710 980.80
Spesen, Anbau des Landes usw.	$ 7 292 839.21	
Bewässerungsanlagen . . .	$ 3 462 425.89	
Überweisung für Bahnbau und rollendes Material . .	$ 36 193 521.—	$ 46 948 786.10
Bestand am 30. Juni 1910		$ 43 762 194.70

Um zu zeigen, daß auch die von der Bundesregierung erhoffte Zunahme der Einwanderung eingetroffen ist, lasse ich eine Tabelle auf der nächsten Seite folgen, welche die Zunahme der Bevölkerung und der Zahl der Häuser längs der verschiedenen Strecken der Illinois Central Railroad Company in den Jahren 1850 bis 1855 zeigt.

Die Tabelle stammt aus dem Jahresbericht der Illinois Central Railroad Company vom Jahre 1856. Die Zahlen für die größeren Städte, wie Chicago und Galena sind hierbei fortgelassen, da sie das klare Bild höchstens verwischen würden:

Name der Station	Beginn des Baues	Eröffnung der Bahn	Einwohnerzahl		Zahl der Häuser	
			1850	1855	1850	1855
Hauptlinie:						
Cairo	Okt. 1852	22. Nov. 1854	300	1300	15	150
Villa Ridge . .			0	50	0	10
Pulaski			0	100	0	12
Jonesboro . . .	Nov. 1852		584	808	113	162
Makanda . . .			14	50	5	15
Carbondale . . .	Febr. 1853		0	350	0	90
De Soto . . .			0	500	0	70
Du Quoin . . .			0	125	0	20
Tamaroa . . .			0	48	0	10
Ashley			0	150	0	60
Richview . . .			65	525	13	89
Centralia . . .	Juli 1854		0	600	0	60
Sandoval . . .			0	120	0	20
Patoka		8. Jan. 1855	0	20	0	5
Vandalia . . .	Nov. 1852		360	1000	60	125
Pana			0	250	0	32
Tacusa			0	40	0	5
Mohawequa . .	Jan. 1853		0	300	0	40
Decatur	Dez. 1852	18. Okt. 1854	600	2200	175	600
Clinton	Jan. 1853	14. März 1854	800	1500	300	500
Wapella	Juli 1853		0	275	0	35
Bloomington . .	Mai 1852	16. Mai 1853	2200	5500	400	1540
Hudson			25	103	6	21
Kappa			0	150	0	35
Panola			0	150	0	15
Tonica			3	180	1	38
La Salle . . .	Dez. 1851	14. Nov. 1853	200	3500	25	300
			5151	19894	1113	4059

Name der Station	Beginn des Baues	Eröffnung der Bahn	Einwohnerzahl 1850	Einwohnerzahl 1855	Zahl der Häuser 1850	Zahl der Häuser 1855
Galena Zweiglinie:						
Mendota . . .	1853		0	1800	0	200
Sublette		27. Nov. 1854	0	186	0	38
Dixon	Okt. 1852	15. Jan. 1855	540	3200	[1])	[1])
Polo			0	550	0	130
Forreston . . .			0	90	0	13
Freeport . . .	1852	9. Jan. 1854	1400	5000	200	1000
Elleroy			18	225	8	42
Lena			5	350	1	65
Nora			0	300	0	60
Warren		11. Sept. 1854	25	350	4	125
Apple River . .			0	140	0	30
Scales Mound . .		28. Okt. 1854	14	256	2	35
Council Hill . .		12. Juni 1855	300	400	75	100
Dunleith . . .			5	700	1	175
			2307	13547	291	2013
Chicago Zweiglinie:						
Calumet		24. Mai 1852	50	150	12	40
Thornton . . .	Juni 1852	11. Juli 1853	0	120	0	21
Richton			10	20	1	5
Monee	Juli 1852		145	800	26	200
Manteno . . .			0	175	0	22
Chebanse . . .	Juni 1852	13. Mai 1854	0	25	0	5
Loda	Sept. 1852		0	100	0	10
Urbana	März 1853	24. Juli 1854	500	1145	[1])	[1])
Mattoon . . .	April 1853	25. Juni 1855	0	150	0	40
			705	2685	39	343
		Zusammen:	8163	36126	1443	6415

[1]) Nicht angegeben.

Nachdem bereits in früheren Jahren manchmal das Land für neue Bahnstrecken, sowie der Grund und Boden für Bahnhöfe usw. den Gesellschaften kostenlos überlassen worden war, z. B. 1835 der Tallahassee and St. Marks RR. im Staate Florida, erfolgte die erste größere Landschenkung, ein eigentlicher Landgrant, am 20. September 1850 und zwar an die Illinois Central RR. Co. Diese Gesellschaft erhielt zur Unterstützung ihres Baues Ländereien von ungefähr 2595000 acres (1 acre = 0,404 ha) Flächengehalt. Die so überlassenen Grundstücke lagen längs der Bahnstrecken in einer Breite von 6 Meilen auf jeder Seite derselben. Dieser ganze Streifen Landes war in Sections geteilt, die in der oben dargelegten Art und Weise abwechselnd der Gesellschaft und der Regierung zufielen. (1 Sektion = 1 Quadratmeile = 640 acres = 259 ha.) Für die in diesem Streifen gelegenen Grundstücke, über welche die Regierung schon früher verfügt hatte und die jetzt eigentlich der Gesellschaft zufallen sollten, erhielt diese Entschädigungen durch Überlassung anderer Ländereien, die an die aufgeteilten angrenzten. Es wurde ferner festgesetzt, daß die der Regierung gebliebenen Grundstücke zu einem nicht geringeren Preis als $ 2,50 per acre verkauft werden durften. Da dies das Doppelte des Preises war, den die Regierung vorher in diesen Gegenden erzielte, konnte sie den ganzen Gegenwert der Schenkung wieder einbringen, sobald sie ihre Grundstücke zu diesem Mindestpreis verkaufte. Der Wert der Schenkung kann danach auf ungefähr $ 6500000 berechnet werden unter der Voraussetzung, daß alle Grundstücke verkäuflich gewesen sind. Diese Summe verminderte sich jedoch etwas infolge des geringeren Wertes der Grundstücke, welche die Bahn außerhalb des 6 Meilen breiten Streifens erhielt. Der Schenkungsakt enthielt ferner die überaus wichtige Bestimmung, daß die Grundstücke nur entsprechend dem Fortschreiten der Bauarbeiten zur Verteilung gelangen sollten. Als Entgelt für diese Schenkung mußte die Gesellschaft sich verpflichten, jährlich 5 % ihrer Bruttoeinnahme aus Transporten dem Staate zu zahlen und diesem hierfür ein erstes Pfandrecht auf die Bahn einzuräumen.

Es folgten dann bald ähnliche Landschenkungen für Bahnbauten an die Staaten Florida, Arkansas, Minnesota, Kansas, Wisconsin und Iowa.

Allmählich wurde es ganz selbstverständlich, daß jede Bahn eine Landschenkung von der Union erhielt. Mit der zunehmenden Praxis entstanden jedoch auch Mißbräuche. Mitglieder des Kon-

gresses benutzten ihre Stellung, um sich die Befürwortung eines Antrags für eine Landschenkung von der betreffenden Gesellschaft teuer bezahlen zu lassen und sich auf diese unredliche Weise zu bereichern.

Erst die Krisis des Jahres 1857, die den Abschluß dieser Epoche bildet, brachte einen Umschwung, indem sie von neuen Eisenbahnbauten, besonders im Westen, abschreckte und den Landschenkungen vorerst ein Ende machte. Der bald darauf ausbrechende Bürgerkrieg legte dann den Eisenbahnbau einstweilen ganz still, schuf aber anderseits ein neues Feld für Landschenkungen. Man hatte nämlich im Verlaufe dieses Krieges eingesehen, daß aus politischen Rücksichten unbedingt eine direkte Eisenbahnverbindung zwischen dem Osten und Westen geschaffen werden mußte, und daß zur Erreichung dieses Zieles keine Kosten gescheut werden durften. Daher entschloß sich die Bundesregierung, den Bau der sogen. Überlandbahnen (Pacific Railways) in großem Umfang zu unterstützen. Eines der Mittel hierzu waren die Landschenkungen, die nunmehr — im Gegensatz zu früher — von der Regierung der Union den Eisenbahngesellschaften direkt, d. h. nicht mehr über den Umweg der Einzelstaaten, gemacht wurden, und zwar in bedeutend höherem Maße als früher. Allein die Union Pacific Railway und die Central Pacific Railroad erhielten 30000000, die Northern Pacific sogar 48000000 acres. Nach Abschluß des Friedens war die politische Notwendigkeit der Schenkungen geschwunden, diese dauerten aber nichtsdestoweniger fort. Gewaltige Landgebiete wurden im Nordwesten verschenkt und im Südwesten wurden neue Überlandlinien reich bedacht. Im ganzen wurden 21 Gesellschaften Grundstücke direkt vom Kongreß überlassen. Von 1870 ab erklärte dann der Kongreß die Schenkungen an mehrere Bahngesellschaften für hinfällig, da die Bestimmungen der Gesetzesakte nicht befolgt worden seien. Im Jahre 1890 gelang es dann endlich, ein allgemein gültiges Gesetz durchzubringen, das alle Schenkungen an Bahngesellschaften für noch nicht fertiggestellte oder noch nicht in Betrieb genommene Strecken für aufgehoben erklärte.

Die Schätzungen der gesamten Landschenkungen, die den Eisenbahngesellschaften der Union gemacht wurden, belaufen sich meist auf ungefähr 200 Millionen acres. 1887 schätzte Sering in einem Buche über die landwirtschaftliche Konkurrenz in Nordamerika den Gesamtbetrag des auf diese Weise von der Union rechtsgültig verschenkten Landes auf 187 Millionen acres; das

sind 757 000 Quadratkilometer, also $1^1/_2$ mal so viel als die Gesamtfläche des deutschen Reiches beträgt.

Die genauesten Angaben scheint der Annual Report of the Internal Commerce of the United States aus dem Jahre 1877 zu bringen. Dieser gibt die jährlich gemachten Schenkungen mit folgenden Zahlen an:

1850	3751711	acres
1852	2280635	„
1853	1856711	„
1856	12083295	„
1857	4126638	„
1862	15345166	„
1863	4430000	„
1864	50787579	„
1865	128000	„
1866	64902000	„
1867	100000	„
1869	1100000	„
1870	2741600	„
1871	24152515	„
	187785850	acres

(Die letzte Landschenkung geschah am 20. April 1871.)

Auf die einzelnen Staaten verteilt sich nach der Schätzung von 1876 diese Summe folgendermaßen:

Illinois	2 595 053	acres
Alabama	3 759 120	„
Missouri	2 062 240	„
Florida	2 360 114	„
Louisiana	1 578 720	„
Mississippi	2 985 160	„
Iowa	6 795 527	„
Michigan	4 712 480	„
Wisconsin	4 808 836	„
Minnesota	9 992 041	„
Kansas	9 370 000	„
Arkansas	4 878 149	„
	55 897 440	acres

Pacific RRs. 159 486 766 acres	
215 384 206 acres	Das ist die Summe, welche die Schenkungen höchstensfalls hätten erreichen können, wenn keine Schenkung ungültig geworden wäre.
6 859 544 acres	Abzüglich der der Union bis dahin wieder zugefallenen Grundstücke.
208 524 662 acres.	

Diese Zahl ist immer noch um einiges größer als die obige, die angeben soll, wieviel acres schätzungsweise auf Grund der Schenkungen den Gesellschaften tatsächlich zugefallen sind.

Die neueste Schätzung des General Land Office kommt dagegen zu einem bedeutend niedrigeren Resultat. Sie behauptet nämlich, daß bis zum 30. Juni 1907 die Eisenbahngesellschaften im ganzen nur einen festen Anspruch auf 108 153 252 acres erlangt haben.

Von besonderem Interesse ist dann noch eine Aufstellung des General Land Office, derzufolge den Eisenbahnen folgende Teile der einzelnen Staaten geschenkt worden sind: der vierte Teil der Gesamtfläche von Minnesota und Washington, der fünfte Teil von Wisconsin, Iowa, Kansas, North Dakota und Montana, der siebente Teil von Nebraska, der achte Teil von California und der neunte Teil von Louisiana.

Der Wert dieser Landschenkungen zeigte sich in seinem vollen Umfange meist erst dann, wenn die Bahngesellschaft sich einen guten Namen und billigen Kredit verschafft hatte. Der Erlös, den die Gesellschaften aus den Verkäufen von Grundstücken erzielten, ist schwer festzustellen, da diese oft verschleudert wurden, sei es, um unter jeder Bedingung Geld zu erhalten, sei es, um den Verkehr auf den Bahnstrecken durch die hierdurch verstärkte Einwanderung zu heben.

Einen schweren Schaden verursachten die Landüberlassungen dadurch, daß sie zu viele Eisenbahngesellschaften ins Leben riefen, die alle von der Freigebigkeit des Bundes profitieren wollten. Dadurch entstanden vielfach Konkurrenzlinien, die sich nicht nur gegenseitig schädigten und dadurch viele Zusammenbrüche herbeiführten, sondern auch die schweren Tarifkämpfe veranlaßten, welche schließlich ein strenges Eingreifen des Bundes notwendig machten.

Jedenfalls verdankt aber Nordamerika und besonders dessen

westliche Staaten dieser Politik der Landschenkungen ihr rasches Emporblühen. Es muß darum zugegeben werden, daß unter gewissen zeitlichen und örtlichen Voraussetzungen die Zuweisung von Ländereien an Bahngesellschaften unbedingt gerechtfertigt war, daß aber das Bedürfnis nach ihnen schon lange vor ihrer Abschaffung gestillt war.

Die Bundesregierung hatte zunächst davon Abstand genommen, den Bau der Bahnen durch direkte Geldunterstützungen zu fördern.

Da zu Beginn der Eisenbahnbauten aber noch keine industriellen Unternehmungen in den Vereinigten Staaten bestanden, die den gesamten Bedarf an Schienen hätten liefern können, hatte sich die Bundesregierung wenigstens dazu bewegen lassen, den Zoll, der auf die eingeführten Schienen bezahlt worden war, den Bahngesellschaften wieder zurückzuvergüten. Diese Erleichterung, die den ersten Eisenbahngesellschaften in den Jahren 1831—1841 gewährt wurde, erreichte in dieser Zeit die Höhe von $ 4 800 183.84.

Abgesehen von dieser verhältnismäßig geringfügigen Unterstützung wurde bis zum Beginn des Baues der Transkontinentalbahnen den Bahngesellschaften, außer den Landschenkungen, keine weitere Hilfe gewährt. Im Jahre 1862 wurde dann mit Rücksicht auf die oben dargelegte politische Wichtigkeit der Überlandlinien ein Gesetz, die sogen. Pacific Railroad Act, angenommen, welches 1864 durch eine amendatory act noch zugunsten der Bahnen erweitert wurde.

Laut diesem Gesetz sollten die Pacific Bahnen nach Fertigstellung von je 20 Meilen Strecke einen Betrag von $ 16 000 oder $ 32 000 oder $ 48 000 United States Bonds pro Meile, je nach der Beschaffenheit des Terrains, erhalten. Durch den Verkauf dieser Bonds sollte sich dann die Gesellschaft die nötigen Barmittel zur Weiterführung des Baues verschaffen. Diese sogen. »Subsidy Bonds« hatten eine Laufzeit von 30 Jahren; sie waren von der Bahngesellschaft mit 6% zu verzinsen und von ihr am Fälligkeitstage einzulösen. Ursprünglich ließ sich die Bundesregierung als Entgelt für dieses Darlehen eine erste Hypothek auf die Bahn eintragen, im Jahre 1864 willigte sie aber ein, daß ihre Hypothek an die zweite Stelle treten, während die Gesellschaft das Recht haben sollte, noch eigene Bonds, gesichert durch eine erste Hypothek, bis zur Höhe der gewährten Subsidy Bonds auszugeben.

Unterstützungen durch Subsidy Bonds erhielten folgende Bahnen:

Union Pacific	$ 26 236 512
Central Pacific	„ 25 885 120
Kansas Pacific	„ 6 303 000
Western Pacific	„ 1 970 560
Western Branch Union Pacific	„ 1 600 000
Sioux City and Pacific	„ 1 628 320
	$ 63 623 512

Alle diese Bahngesellschaften prosperierten jedoch nicht in dem Maße, wie man anfänglich erwartet hatte. Infolgedessen sah sich die Bundesregierung oft genötigt, die Zinsen auf die Bonds selbst zu zahlen, und es schien lange Zeit, als ob die Union für das Kapital der Bonds keine Zahlung von Seiten der Bahngesellschaften zu erwarten hätte. Der Kurs der Bonds war seit dem Jahre 1895 bedeutend gesunken, bis es dann gelang, mit den einzelnen Gesellschaften Einigungsverträge hinsichtlich der Abzahlung der Schuld an die Regierung abzuschließen. So kam 1897 ein Abkommen mit der Union Pacific über die Rückzahlung von $ 58 448 224 zustande, welche Summe das fällige Kapital zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen darstellt. 1898 erklärten sich die Central Pacific Railroad und zugleich die zu ihrem System gehörende Western Pacific RR. bereit, der Regierung die ganze Schuld in Höhe von $ 58 812 715.48 in 20 halbjährlichen Raten zurückzuzahlen. Für jede Rate wurde von der Central Pacific ein Schuldschein ausgestellt, deren erster nach 6 Monaten und deren letzter nach 10 Jahren verfiel. Die gesamten 20 Schuldscheine, welche mit 3% verzinslich und durch Hinterlegung eines gleichen Betrags 4proz. Bonds mit erstem Pfandrecht auf die Bahn gesichert waren, wurden der Regierung übergeben und von dieser bei Verfall gegen Rücklieferung eines gleichen Betrages der 4proz. Bonds einkassiert. Auf diese angegebene Art und Weise wurde die gesamte Schuld an die Regierung bis zum Jahre 1908 zurückgezahlt. Die Kansas Pacific hatte bereits 1898 $ 6 303 000 als Gegenwert des Nennwertes der ihr überlassenen Subsidy Bonds und $ 132 943 an Zinsen an die Bundesregierung abgeführt.

Da der Bund durch die Überlassung seiner Bonds den Bahngesellschaften eigentlich nur ein Darlehen gegeben hatte, und zwar zu einem großen Teil aus egoistischen Motiven, kann der Wert dieser Unterstützung nicht allzu hoch berechnet werden,

besonders da die Zinsen, die die Gesellschaften zu zahlen hatten, infolge des niedrigen Kurses, der bei Verkauf der Bonds erzielt wurde, wesentlich höher als deren nomineller Zinsfuß von 6 % waren. Im Jahresbericht der Southern Pacific Co. von 1894 geht der damalige Präsident dieser Gesellschaft, C. P. Huntington, auf die Anfänge der Pacific Bahnen ein und beurteilt hierbei auch diese Unterstützungen durch die Bundesregierungen. Wenn auch das Urteil dieses Mannes, der den Bau der ersten Pacificbahn betrieben hatte, vielleicht ein nicht ganz objektives sein sollte, so werfen doch die beiden unten angeführten Stellen ein deutliches Licht auf den Wert der Bundesunterstützungen für die Bahngesellschaften. Er schreibt folgendes: »Die ungeordneten Zustände des Landes, die Verschlechterung der Währung, welche sich immer mehr von der metallischen Basis entfernte, und die außerordentlich hohen Preise für Arbeitsleistungen und Waren ließen erwarten, daß der Erlös der Subsidy Bonds, deren Kurs immer mehr sank, nicht halbwegs für die Fertigstellung des Bahnbaues genügen könne, selbst nicht, wenn diese Bonds der Gesellschaft als Geschenk gegeben worden wären. Da sie aber in Wirklichkeit nur ein Darlehen waren, das mit Zinsen zurückbezahlt werden mußte, so waren sie einer 7—12proz. Anleihe gleichbedeutend«. Und dann weiter: »Als das Gesetz erlassen wurde, waren sie ungefähr ihr Nominal in Gold wert; bevor die Bahn vollendet war, waren sie bis auf 90 Cents in Währungsgeld oder auf 40 Cents in Gold zurückgegangen. Obwohl die Bonds möglichst vorteilhaft verkauft wurden, konnte die Central Pacific durchschnittlich doch nur 70 Cents in Gold pro Dollar erzielen, so daß der Nennwert der Bonds, $ 25 885 120, einem Goldwert von weniger als $ 18 Millionen entsprach. Von dieser Summe mußten die damals außerordentlich hohen Löhne und teueren Materialien bezahlt werden. Diese hohen Preise mußten in Gold bezahlt werden, da Kalifornien Goldwährung hatte. Auf diese Weise bezahlten wir dort in Gold dieselben Summen, die im Osten in Papiergeld hätten gezahlt werden können. Wir haben alles in Californien mit Gold bezahlt, einschließlich der enormen Beträge, die für Planierungsarbeiten, für Schwellen, für Holz und alle die anderen Dinge zu zahlen waren, von welchen einige der Gesellschaft auf $ 2.22 Courantgeld für $ 1.— in Gold zu stehen kamen«.

Schon lange Zeit, bevor die Regierung der Vereinigten Staaten sich entschloß, durch Landschenkungen und Überlassung

von United States Bonds den Bau von Eisenbahnen zu fördern, hatten die Einzelstaaten und die übrigen öffentlichen Gemeinwesen es unternommen, auf alle nur erdenkliche Art die Eisenbahngesellschaften finanziell zu unterstützen oder ihnen zur Beschaffung eines billigen Kredits zu verhelfen.

Der erste Staat, der in Amerika auf solche Weise eine Eisenbahngesellschaft zu fördern suchte, war Maryland. Denn bereits in der Charter der Baltimore and Ohio Railroad vom 28. Februar 1827 findet sich eine Bestimmung, derzufolge sich der Staat Maryland verpflichtet, 10000 Aktien (Shares) dieser Bahn, das waren $ 50000 Nennwert, zu subskribieren. Im Jahre 1835 übernahm der Staat dann noch weitere $ 3000000 Aktien derselben Bahn, die ihm in der Form von 6 proz. Vorzugsaktien überlassen wurden. Bereits 2 Jahre früher, 1833, hatte der Staat eine Zweigstrecke der gleichen Gesellschaft durch Subskription von $ 500000 Aktien gefördert. Da der Staat diese großen Summen nicht in barem Gelde bezahlen konnte, überließ er der Gesellschaft $ 3200000 5 % State Bonds, die auf £-Sterling lauteten und in London zahlbar gestellt waren. Da aber der Kredit Amerikas und besonders der der Einzelstaaten zu jener Zeit in Europa sehr schlecht war, konnten die Bonds nicht zu annehmbaren Preisen verkauft werden. Darum schloß die Gesellschaft ein Übereinkommen mit der Firma Baring Brothers & Co. in London, die ihr gegen Hinterlegung der State Bonds Bargeld lieh. Die Bonds wurden dann später allmählich zu einem Durchschnittskurse von 85 % verkauft.

Außerdem übernahm der Staat Maryland noch kleinere Beträge Aktien der Baltimore and Susquehanna RR., der Annapolis & Elkridge RR. und der Eastern Shore RR.

In gleicher Weise subskribierten auch die meisten anderen Staaten Aktien von Eisenbahngesellschaften. Delaware gelangte so in den Besitz von $ 180000 Aktien der New Castle and Frenchtown Turnpike and RR. Co.

Der Staat Virginia ging sogar so weit, sich zu verpflichten, $^3/_5$ des Aktienkapitals von Bahnen zu übernehmen, wenn die restlichen $^2/_5$ nachweisbar von anderer Seite subskribiert wurden. Auf diese Weise erhielt er Aktien:

$ 5000000 der Chesapeake and Ohio Railroad
$ 1750000 „ Blue Ridge Railroad & Tunnel
$ 3000000 „ Virginia & Tennessee
$ 2000000 „ Manassas Gap
$ 1800000 „ Richmond & Danville

$ 1 500 000 der Norfolk & Petersburg
$ 1 000 000 „ Alexandria, London & Hampshire.

Georgia zeichnete 1842 $ 200 000 Aktien der Monroe RR. und 1867 $ 1 000 000 Aktien der Atlantic Gulf. Die Aktien dieser letzteren Gesellschaft wurden 1889 für wertlos erklärt. — Louisiana übernahm seit 1853 $^1/_5$ des Aktienkapitals von Eisenbahngesellschaften und gelangte infolgedessen in den Besitz von $ 5 975 000 Aktien sieben verschiedener Gesellschaften.

North Carolina übernahm 1836 $ 500 000 Aktien der Wilmington and Raleigh; das waren $^2/_5$ des Aktienkapitals. Doch wurde an die Übernahme die Bedingung geknüpft, daß der Rest anderweitig subskribiert und 25% auf die gezeichneten Aktien einbezahlt würden. In den 50er Jahren übernahm dann derselbe Staat $^2/_3$ des Aktienkapitals folgender Bahnen:

Atlantic and North Carolina und zwar	$ 1 200 000
Western North Carolina und zwar	„ 4 000 000
North Carolina „ „	„ 2 000 000.

Als dann letztere später ihr Kapital um $ 1 000 000 erhöhte, zeichnete der Stadt diesen ganzen Betrag, so daß er jetzt $^3/_4$ des Aktienkapitals dieser Gesellschaft besaß. Außerdem kaufte er auch noch Aktien der Wilmington, Charlotte and Rutherford und der Cape Fear and Yadkin.

South Carolina übernahm kleinere Posten Aktien vieler Gesellschaften. Außer diesen besaß es noch $ 1 310 000 Aktien der Blue Ridge Railroad und $ 800 000 der Louisville, Cincinnati and Charleston. Letzterer wurde auch noch ein Barvorschuß von $ 200 000 gewährt. Ferner kaufte dieser Staat noch $ 75 000 Aktien der Greenville and Columbia, die er mit Aktien der South Carolina RR., zu Pari gerechnet, bezahlte (1848). Ebenso bezahlte er mit Aktien der Wilmington and Manchester, der South Carolina und der Kings Mountains $ 270 000 Aktien der Charleston and Savannah (1854) und 1863 mit Aktien der Cheraw and Darlington und der North Eastern $ 200 000 Aktien der Coalfield RR.

Tennessee erhielt gegen Zahlung von $ 200 000 State Bonds $ 207 500 Memphis and Lagrange RR. Aktien und gegen $ 651 000 State Bonds den gleichen Betrag Hiawasse RR. Aktien. — Kentucky übernahm nur $ 200 000 Aktien der Lexington and Ohio RR., und Alabama $ 172 000 der Alabama and Tennessee Rivers RR.

Mississippi verwandte ein Drittel des Geldes, das ihm durch seinen »Internal Improvement Fund« und durch den »Chickasaw

School Fund« zur Verfügung stand, zugunsten der New Orleans, Jackson and Great Northern.

Der Staat Arkansas verkaufte an die Mississippi Ouachita and Red River RR., die Cairo and Fulton und die North Western Border RRs. Moorländereien und erhielt als Bezahlung Aktien dieser Gesellschaften.

Die nördlichen Staaten der Union haben die Bahngesellschaften in geringerem Maße durch Aktiensubskriptionen unterstützt. Doch geschah dies beispielsweise in Massachussetts, wo der Staat $ 1 Million Aktien der Western Railroad übernahm, sowie in Ohio. Dieser Staat verpflichtete sich, für je 2 anderweitig gezeichnete Aktien selbst eine Aktie zu subskribieren. So gelangte er in 3 Jahren, von 1837—1840, in den Besitz von $ 717515 Eisenbahnaktien. Dies geschah auf Grund eines Gesetzes, welches den Namen »Plunder Law« erhielt. — Man erzählt sich, daß einmal 7 Personen als Subskribenten von $ 600000 Eisenbahnaktien auftraten und dafür vom Staate $ 219000 State Bonds als Gegenwert des von ihm zu zeichnenden Aktienbetrages erhielten. Mit dieser Summe verschwanden die angeblichen Eisenbahnerbauer auf Nimmerwiedersehen (Haines).

Diese Art staatlicher Unterstützung, bei welcher der Staatskredit den Bahnen gegen Überlassung von Aktien zugute kommen sollte, ist nicht die einzige geblieben. Es wurde allgemein gebräuchlich, den Staatskredit zugunsten von Bahngesellschaften auszunutzen. Zu diesem Zwecke wurden entweder State Bonds gegen Überlassung von Eisenbahnbonds emittiert, oder aber der Staat garantierte die Bonds der Bahngesellschaften. Je nach der in letzerem Falle angewandten Methode unterscheidet man »endorsed Bonds« und »guaranteed Bonds«. Rosenthal definiert diese Bondsarten folgendermaßen: »Unter endorsed bonds versteht man Obligationen, für deren Einlösung sich eine juristische Person dadurch verpflichtete, daß sie ihren Namen auf die Rückseite der Bonds setzte. Die Einlösungsverpflichtung tritt nur dann in Kraft, wenn die Bonds dem Erstschuldner rechtzeitig bei Fälligkeit präsentiert werden und der Indossant von der Nichtzahlung benachrichtigt wurde.

Guaranteed bonds dagegen sind Schuldverschreibungen einer juristischen Person, deren Zahlung von einer zweiten juristischen Person auf Grund eines besonderen Vertrages garantiert ist. Die Zahlungsverpflichtung des Garanten richtet sich hier also nach den Bestimmungen des einzelnen Vertrages; sie kann sich auf Zinsen

oder auf Kapital oder auf beides und auf längere oder kürzere Zeit erstrecken. Präsentation beim Erstschuldner und Benachrichtigung hiervon braucht nicht sofort bei Fälligkeit, sondern nur innerhalb einer angemessenen Frist zu erfolgen. Präsentation nach Fälligkeit kann daher wohl eine Zahlungsweigerung des Indossanten, nicht aber des Garanten rechtfertigen.«

Der Staat Massachussetts, der die Bahngesellschaften in seinem Gebiete durch Überlassung von State Bonds unterstützte und durch diese Politik gute Erfolge erzielte, wurde damit vorbildlich für die übrigen Staaten, die ihn nachahmten, statt der erhofften Gewinne jedoch häufig Verluste erlitten.

Massachussetts selbst überließ in den Jahren 1837—70 8 Bahngesellschaften Staatsanleihen in der Höhe von insgesamt $ 11 290 000. Diese gelangten folgendermaßen zur Verteilung:

$ 4 000 000	erhielt die	Western RR.
„ 3 600 000	„ „	Boston Hartford & Erie
„ 2 000 000	„ „	Troy & Greenfield
„ 800 000	„ „	Norwich & Worcester
„ 590 000	„ „	Eastern
„ 150 000	„ „	Boston & Portland
„ 100 000	„ „	Old Colony
„ 50 000	„ „	Nashua & Lowell

Der Staat New York ließ 9 Bahnen eine Unterstützung von $ 8 260 591 State Bonds (Nominal + Zinsen) zuteil werden. Die New York & Erie RR. erhielt allein $ 6 217 097 von dieser Summe. Michigan gab 4 Bahngesellschaften insgesamt $ 240 000 State Bonds und Indiana an 2 Gesellschaften $ 677 000. Minnesota hatte $ 5 000 000 für derartige Unterstützungen vorgesehen; es verwandte aber zu diesem Zwecke nur $ 2 275 000 und zwar wurden diese unter 4 Gesellschaften verteilt.

In gleicher Weise förderte Maryland mit $ 1 879 000 die Baltimore & Susquehanna Eisenbahn, und Delaware mit $ 960 794 5 verschiedene Gesellschaften.

Virginia garantierte die Bonds zweier Gesellschaften und zwar $ 100 000 der Virginia Central und $ 200 000 der Richmond Danville; durch Bondsübertragung unterstützte es die Hillsborough & Cincinnati mit $ 130 000 und die Norfolk and Petersburg mit $ 300 000. Kentucky ließ sich die ganze Strecke der Lexington & Ohio verpfänden und garantierte dagegen $ 150 000 Bonds dieser Gesellschaft. Tennessee versah $ 2 196 000 Eisenbahnbonds mit dem Indossament des Staates und gab ferner $ 28 351 000 direkte An-

leihen zugunsten von Bahnen aus. Außerdem erhielten die Hiawasse und die Memphis and Lagrange Railroads zusammen noch $ 851 000 State Bonds als Bezahlung der vom Staat übernommenen Aktien dieser Bahnen. Im Jahre 1854 beschloß der Staat, von nun an den Bahngesellschaften $ 10 000 State Bonds pro Meile nach Fertigstellung von je 10 Meilen zu überlassen.

Missouri verwendete $ 19 201 000 State Bonds zur Förderung seiner Bahnen und garantierte außerdem $ 450 000 Bonds der südwestlichen Zweiglinie der Missouri Pacific. —

Arkansas gab 1868 $ 5 350 000 State Bonds für Eisenbahnzwecke aus, war aber 1879 nicht mehr imstande, diese Schuld anzuerkennen. —

Louisiana ließ sich von 3 Bahngesellschaften eine zweite Hypothek auf die Bahnstrecken einräumen und überließ ihnen dafür State Bonds in der Gesamthöhe von $ 2 747 000.—

Alabama indossierte $ 16 751 000 Eisenbahnbonds von 10 Gesellschaften, d. h. $ 16 000 pro Meile, nach der Fertigstellung von je 5 Meilen, gegen Sicherstellung durch erste Hypothek. Außerdem erhielten noch 5 Gesellschaften State Bonds in Höhe von $ 3 456 000. 1875 gab der Staat weitere $ 4000 State Bonds pro Meile gegen Rückgabe der von ihm indossierten Bonds. —

Ebenso überließ Georgia der Brunswick and Albany $ 1 880 000 State Bonds gegen Hergabe von $ 2 350 000 Bonds der Gesellschaft. Außerdem versah der Staat $ 8 247 000 Bonds von 9 Gesellschaften mit seinem Indossament. —

In gleicher Weise indossierte Florida $ 3 597 000 Bonds von 4 Gesellschaften und unterstützte außerdem die Jackson, Pensacola and Mobile RR. mit $ 4 000 000 State Bonds. 1869 erklärte sich der Staat bereit, gegen den gleichen Betrag First Mortgage Bonds $ 16 000 State Bonds pro Meile auszugeben. —

South Carolina indossierte $ 8 787 608 Eisenbahnbonds von 8 Gesellschaften, und North Carolina überließ einigen Bahngesellschaften State Bonds im Tausch gegen Eisenbahnbonds.

Es kommen dann noch einige weitere Mittel in Betracht, die von den Staaten zur Unterstützung der Eisenbahngesellschaften angewandt wurden.

Hierbei sind zuerst geringere Landschenkungen anzuführen, die den Bahnen besonders für die Anlage von Stationen gewährt wurden. Ferner erleichterten die Staaten nach Möglichkeit die Beschaffung des Materials und der Arbeitskräfte, die zur Fertigstellung der Linien benötigt wurden. Letzteres geschah manchmal

durch ein Übereinkommen, demzufolge die Insassen der Staatsgefängnisse an dem Bau mitarbeiten mußten und für ihre Arbeit einen geringeren Lohn als die gewöhnlichen Arbeiter erhielten. Obwohl diese Methode ihre Schattenseiten hat, sind mit ihrer Hilfe in manchen Fällen doch recht gute Resultate erzielt worden. Heute wird dieses Mittel nur noch in einigen wenigen Staaten des Südens, z. B. in North Carolina, angewandt.

In manchen Fällen übernahm es der Staat, die Vermessungen und die übrigen Vorarbeiten, die dem Bau einer Bahn voranzugehen pflegen, auf eigene Kosten verrichten zu lassen.

Eine merkwürdige Bestimmung war die von Pennsylvania der neugegründeten Second United States Bank auferlegte Pflicht, eine gewisse Summe Eisenbahnaktien zu subskribieren.

Es kam auch vor, daß die Staaten Bonds, die von Städten zugunsten einer Bahngesellschaft ausgegeben worden waren, hinsichtlich ihres Kapitals und ihrer Zinsen garantierten. Als Beispiel hierfür können die vom Staate Virginia garantierten und von der Stadt Petersburg zugunsten der South Side RR. emittierten $ 323500 Bonds angeführt werden.

Um diese vielartigen Unterstützungen der Staaten zu erlangen, wurden natürlich auch betrügerische und unlautere Mittel angewandt. In Wirklichkeit wollte man oft nur diese Hilfe genießen und hatte gar nicht die Absicht, eine Bahn zu bauen. Ein besonders drastisches Beispiel hierfür bilden die Erfahrungen des Staates Illinois. Im Jahre 1837 nahm dieser Staat $ 10000000 auf, um die Verkehrswege zu verbessern. Diese Summe bedeutete eine Belastung von $ 34,10 pro Kopf der Bevölkerung, und das zu einer Zeit, wo Chicago erst 1470 Einwohner zählte. 1838 wurde diese Schuld um weitere $ 9000000 vermehrt. Im Jahre 1847 bildete eine Schienenstrecke von 24 Meilen Länge den ganzen Rest des Eigentums einer Bahngesellschaft, welcher der Staat über $ 4000000 geliehen hatte. Um noch etwas von dieser Summe zu retten, ließ der Staat diese Bahnstrecke versteigern, und erzielte $ 20000 dafür. Diese wurden ihm in State Bonds gezahlt, die er selbst zum Nennwerte annehmen mußte, während sie vom Käufer der Bahn für 9 Cents pro Dollar erstanden worden waren.

Derartige Anlässe verursachten natürlich allmählich eine Mißstimmung im Publikum gegen die Unterstützungspolitik der Staaten. In den 70er Jahren erreichte dieser Unwille seinen Höhepunkt. Als nämlich im Jahre 1873 die gewaltige Krisis hereinbrach, konnten viele Eisenbahngesellschaften ihren Betrieb nicht

mehr aufrecht erhalten und sahen sich gezwungen, ihre Zahlungen einzustellen und ein Foreclosure-Verfahren über sich ergehen zu lassen. In den Jahren 1876—79 wurden von diesem Zusammenbruch 450 Eisenbahnen betroffen, welchen der vierte Teil der gesamten Schienenstrecken Nordamerikas gehörte. — Die Gerichte wurden angerufen, um die Forderungen der Gläubiger der zahlungsunfähigen Gesellschaften geltend zu machen, und die Staaten, welche vorher Anleihen solcher Bahnen garantiert hatten, wurden für diese nunmehr auf Grund ihrer Garantie haftbar. Als Gegenwert besaßen diese Staaten allerdings meist eine erste Hypothek auf das Eigentum der Bahn, aber der Wert eines solchen Pfandes war nunmehr von recht zweifelhafter Güte. Noch schlimmer erging es den Staaten, welche Aktien von Gesellschaften besaßen, die jetzt zahlungsunfähig wurden. Die Aktien verloren ihren Wert und es blieben nur die Verbindlichkeiten bestehen, welche die Staaten seinerzeit eingegangen waren, um die Aktien bezahlen zu können. Besonders schlimm waren die Zustände in den westlichen Staaten. Diese hatten Unterstützungen in besonders freigebiger Weise gewährt, da für ihre Erschließung der Bau von Eisenbahnen von größter Wichtigkeit war. Die Gesellschaften hatten die ihnen geschenkten Länder zum größten Teil an Farmer verkauft. Diese leisteten eine Anzahlung und räumten der Gesellschaft für den Rest eine erste Hypothek ein. Die Gesellschaften wiederum hatten diese Hypotheken, um sich Geld zu verschaffen, zum größten Teile weiter verpfändet. Als sie dann zahlungsunfähig wurden, mußten die Farmer die Hypotheken sofort einlösen, um nicht ihre Anrechte auf den Grund und Boden, mit dessen Bebauung sie sich bereits einige Jahre abmühten, wieder zu verlieren. Die Folge dieser Vorfälle war eine gegen die Bahnen gerichtete, lang andauernde Erbitterung, die nicht nur die direkt in Mitleidenschaft gezogenen, sondern auch mehr oder minder alle sonstigen Bewohner jener Staaten ergriff, da ja durch die Verluste, welche die Staaten selbst erlitten, ihre gesamten Bürger indirekt zu Schaden gekommen waren.

Sehr interessant ist die folgende Tabelle, die dem Annual Report of Internal Commerce entnommen ist, und welche die Verluste darstellt, die der Staat Virginia bis zum 1. Mai 1877 durch Eisenbahnen erlitten hat (vgl. die Tabelle auf S. 38 und 39).

Sehr charakteristisch für die damalige Stimmung in der Regierung schreibt ein Gouverneur von Texas im Jahre 1870: »Die Erfahrungen, die Texas mit der Unterstützung von öffent-

Name der Gesellschaft	Art des Anspruchs	Nominal- oder Kostpreis desselben	Art der Verfügung
Alexandria, London & Hampshire	Stammaktien	$ 1 017 248,—	Verkauft für $ 5 pro Aktie
Blue Ridge	Staatsbahn	1 694 870,85	Verkauft
Covington & Ohio	do.	3 206 461,83	Verschenkt
Virginia Central	Stammaktien	2 013 987,52	Verkauft
do.	Anleihe + Zinsen	258 573,—	do.
do.	Dividend Bond	58 650,—	do.
do.	Zinsen darauf	23 610,—	do.
Fredericksburg & Gordonsville	Stammaktien	163 299,—	Noch im eigenen Besitz
Manassas Gap	do.	2 280 000,—	Verschenkt
Orange & Alexandria	do.	790 500,—	Verkauft
do.	Vorzugsaktien	84 000,—	do.
do.	Anleihe + Zinsen	263 405,—	do.
Norfolk & Petersburg	Stammaktien	817 470,—	do.
do.	Vorzugsaktien	382 500,—	do.
do.	Zinsen auf $ 382 500	40 496,41	do.
South Side	Stammaktien	803 500,—	do.
do.	Wert einer Anleihe von $ 800 000	665 000,—	do.
Virginia & Tennessee	Stammaktien	1 716 800,—	do.
do.	Vorzugsaktien	583 200,—	do.
do.	Zinsen auf $ 83 200	79 000,—	do.
Virginia & Kentucky	Stammaktien	103 438,—	do.
Richmond & York River	do.	290 999,52	do.
do.	Vorzugsaktien	200 000,—	do.
Richmond & Danville	Stammaktien	1 188 598,50	do.
do.	Zinsen auf Anleihe	1 200 000,—	do.
do.	Dividendenscheine	484 380,58	Noch im eigenen Besitz
do.	Anleihe von $ 600 000	52 070,90	do.
Roanoke Valley	Stammaktien	177 402,—	Verschenkt
do.	Vorzugsaktien	130 000,—	do.
Richmond, Fredericksburg & Potomac	Stammaktien	275 200,—	Noch im eigenen Besitz
do.	Zinsen a. Div. Bond	17 806,86	Bezahlt
Winchester & Potomac	Annuität	83 333,33	Verkauft
do.	Zinsen darauf	27 797,57	—
do.	do.	7 387,22	Verkauft
Richmond & Petersburg	Stammaktien	385 600,—	do.
		$ 21 566 586,09	

Erzielter Preis	Gewinn	Verlust	Noch im Besitze des Staates	Erklärung der Zeichen
$ 50862,40 (a)		$ 966385,60		a = In Bonds der übernehmenden Eisenbahngesellschaft gezahlt
625348,13 (b)		1069522,72		
—		3206461,83		
			$ 2013987,52 (e)	
340900,— (b)	$ 67,—			b = In unfundierten Bonds gezahlt
—				
—			169299,—	c = Wertlos
		2280000,—		
1020947,37 (b)		116958,60		d = Zahlung ist durch Second Mortgage Bondsgesichert
4000000,— (d)		1191444,41 (e)		e = Auf $ 500000 Bargeld geeinigt f = Mit neuen 3 % Bonds des Staates Virginia bezahlt
—				g = Besitzt Pariwert
—		490999,52		
1035000,— (b)		153598,43		h = In barem Gelde gezahlt
—		1200000,—		
—			484380,58 (f)	
—			52070,90	
—				
		307402,—		
—				
—			275200,— (g)	
17806,86 (h)				
111130,— (b)				
7387,32 (b)				
578400,— (b)	192800,—			
$ 7787782,08	+ $ 192867,—	— $ 10982773,11	$ 2994938,—	

lichen Arbeiten gemacht hat, sind wenig befriedigend. Wir haben auf diese Weise (einschließlich Kapital und Zinsen) nahezu 2 3/4 Millionen bares Geld oder seinen Gegenwert investiert und über 5 Millionen acres unseres besten Landes (in einem Geldwert von mehr als 10 Millionen) hergegeben. Und jetzt haben wir schließlich etwas weniger als 500 Meilen Eisenbahnen, die der Staat größtenteils selbst gebaut hat, ohne sie aber noch zu besitzen oder auch nur zu kontrollieren.«

Im großen und ganzen hat die Krisis der 70er Jahre aber sehr reinigend auf die Verhältnisse der Eisenbahnen eingewirkt. Sehr treffend schreibt diesbezüglich Haines: »Die Krisis des Jahres 1873 ist einem Erdbeben vergleichbar, das die alten und schlecht gebauten Häuser zerstört. Nachdem der Schrecken und die Bestürzung der Einwohner vergangen ist, werden die Trümmer fortgeräumt und an ihrer Stelle entsteht eine Stadt mit geräumigen Gebäuden, die imstande sind, eine ähnliche Katastrophe zu überdauern, und die den Anforderungen moderner Kultur viel besser entsprechen. So war es auch mit unseren Eisenbahnen. Gesellschaften, die schon vorher einem finanziellen Zusammenbruch nahe waren, wurden niedergeworfen. Die Trümmer gelangten in die Hände der Kapitalisten, die ihr Geld in Obligationen solcher Gesellschaften angelegt hatten und die gezwungen waren, von dem ihnen verpfändeten Eigentum Besitz zu ergreifen, um so zu verhindern, daß sie durch einen Zwangsverkauf noch mehr geschädigt würden. Sie erkannten, daß kein Unternehmen gewinnbringende Erfolge haben kann, solange es nicht in einer Verfassung ist, die einen wirtschaftlichen Betrieb gestattet. Um dies zu erreichen, brachten sie neues Kapital auf. Die zerrüttete und zerfallene Anlage, die ungenügend betrieben worden war, wurde von Grund auf renoviert. Die Ausrüstung und das Zubehör wurden verbessert und in weitem Maße Neuerungen eingeführt, welche vorher aus finanziellen Rücksichten nur auf den Hauptlinien möglich gewesen waren, die von den erfolgreichsten Gesellschaften betrieben wurden.«

Die erste Reaktion gegen die Staatsunterstützungen hatte sich bereits viel früher, nämlich im Jahre 1837 bemerkbar gemacht. In der Krisis dieses Jahres waren die Finanzen der Staaten, die sich in besonders hohem Maße um die Förderung der Eisenbahnbauten bemühten, in eine recht kritische Lage gekommen. Zu diesen Staaten gehörten Pennsylvania, Michigan, Maryland, Indiana, Illinois, Mississippi und Louisiana.

Im Norden gelang es zuerst, Schutzmaßregeln gegen die übertriebenen Unterstützungen einzuführen. Der Staat New-York erklärte sich bereits in seiner Verfassung vom Jahre 1846 gegen diese Praxis, während die Politik der Unterstützungen noch in den Jahren nach dem Bürgerkriege im Süden in höchster Blüte stand. Heute verbieten die Verfassungen der meisten Staaten der Union sowohl die Überlassung des Staatskredits für Eisenbahnzwecke, wie es auch vielen untersagt ist, Eisenbahnaktien zu erwerben. Die einzigen Staaten, die sich von vorneherein nicht an Bahnunterstützungen durch Mittel der beschriebenen Art beteiligt haben, sind: Maine, New Jersey, Rhode Island und Vermont.

Wie früher schon vorübergehend erwähnt wurde, haben außer der Bundesregierung und den Einzelstaaten auch die kleineren öffentlichen Gemeinwesen, besonders die Städte, Eisenbahngesellschaften unterstützt. Ihnen gegenüber konnten die Gesellschaften ihre Monopolstellung in verstärktem Maße geltend machen, da die wirtschaftliche Bedeutung einer Stadt ganz und gar davon abhing, ob sie von guten Verkehrsstraßen berührt wurde oder nicht. Darum konnten die Eisenbahngesellschaften es häufig wagen, die Stadtverwaltungen vor die Frage zu stellen, entweder die Bahn durch Unterstützungen zu fördern oder von dieser umgangen zu werden. So erklärt es sich, daß im Jahre 1856 die Bevölkerung der Stadt Mansfield im Staate Ohio die Bitte an die Atlantic and Great Western Railroad Co. richtete, ihr die Bedingungen mitzuteilen, unter denen die Bahn ihre Linie bis zu der genannten Stadt ausdehnen wolle. Die Direktoren der Gesellschaft verlangten daraufhin, die Stadt solle $ 100 000 Aktien übernehmen, Wegrechte und Gelände für Stationsanlagen zu einem billigen Preise geben, der von der Gesellschaft in Aktien gezahlt werden durfte. Unter diesen Bedingungen wurde die Bahn dann auch wirklich gebaut.

Im Jahre 1880 erklärte sich die Northern Pacific RR. bei einem ähnlichen Fall bereit, ihre Strecke bis nach Superior zu bauen, wenn ihr die Stadtverwaltung ein Drittel der in der Stadt benötigten Grundstücke, »lands, premises and real estate«, nebst den Wegrechten umsonst überlassen wolle. Obwohl diese Bedingungen hart waren, willigte die Stadt doch ein.

Infolge der Oberhoheit des Staates über die Grafschaften und Städte hatten diese auch die staatliche Erlaubnis einzuholen, bevor sie eine Bahn mit öffentlichen Mitteln unterstützten. Ge-

wöhnlich erhielten sie diese ohne weitere Schwierigkeiten, und die Gerichtshöfe haben diese Politik gebilligt. Das Recht, Aktien von Eisenbahnunternehmungen zu übernehmen, begründete zu gleicher Zeit das Recht, Steuern hiergegen zu erheben. Denn dies war meist die einzige Möglichkeit, die Mittel zur Bezahlung der Aktien aufzubringen. Die Ausgabe eigener Bonds seitens der Grafschaften oder der Städte bedurfte dagegen noch einer besonderen staatlichen Genehmigung. Dieses Recht konnte entweder durch allgemeines Gesetz verliehen, oder aber es konnte durch ein besonderes Gesetz eine bestimmte Grafschaft oder eine bestimmte Stadt ermächtigt werden, einer bestimmten Eisenbahngesellschaft eine Unterstützung zukommen zu lassen. So erließ zum Beispiel der Staat New-York im Jahre 1837 ein Gesetz, das der Stadt Albany gestattete, Aktien der Albany and West Stockbridge RR. zu subskribieren.

Louisiana gab dagegen im Jahre 1852 ein Gesetz, wonach die Unterstützung von Eisenbahngesellschaften durch Städte zulässig sein sollte, sobald die Bürger der Stadt für eine solche stimmten. Sollte die Abstimmung eine Ablehnung ergeben, so durfte sie innerhalb 6 Monaten nochmals vorgenommen werden.

Gewöhnlich enthielten diese Art Gesetze genaue Bestimmungen über die Art der Abstimmung, den Maximalbetrag der zu gewährenden Unterstützung und ähnliches mehr. In manchen Staaten wurde auch verlangt, daß eine gleichhohe Unterstützung von privater Seite als gesichert nachgewiesen werden mußte, bevor eine öffentliche Unterstützung gewährt werden durfte. Diese erschwerenden Bestimmungen wurden häufig erst durch die städtischen Behörden dem Gesetze des Staates hinzugefügt. Eine sehr merkwürdige Bestimmung traf der Staat Kentucky. Er verlangte nämlich, daß bei Beschaffung der Mittel zur Bezahlung von Aktien durch eine städtische Steuer jeder Steuerzahler Quittungen über die Höhe des von ihm bezahlten Betrages erhalten sollte. Diese Quittungen waren übertragbar und konnten jeweils in Aktien umgetauscht werden.

In allen Staaten war die Unterstützung der Bahngesellschaften von seiten lokaler Verbände üblich. Da solche Beihilfen naturgemäß in unzählig vielen Fällen gewährt wurden, so ist es gänzlich unmöglich, die Höhe der derart geleisteten Unterstützungen in ihrer Gesamtheit auch nur annähernd richtig zu bestimmen. Es sind häufig Versuche gemacht worden, diese Summen wenigstens für einzelne Staaten festzustellen, aber auch dies ist nie vollständig gelungen.

Laut einer Aufstellung, die der Präsident der Oberrechnungskammer im Jahre 1852 für den Senat des Staates Pennsylvania machte, beliefen sich die lokalen Unterstützungen der Bahngesellschaften in diesem Staate bis dahin auf $ 9866502. — 1871 berechnete der Rechnungsrevisor des Staates Kentucky, daß für die Unterstützung von Bahnen seitens der Städte dieses Staates ein Kredit von $ 13783983 in Anspruch genommen worden war. — In demselben Jahre stellte die Eisenbahnkommission von Massachussetts fest, daß von den Städten des Staates die Zustimmung zu Bahnunterstützungen in der Höhe von $ 2351000 gegeben worden war. — Bei einer Umfrage unter den Grafschaften des Staates Illinois ergab sich die Summe von $ 16088027, obwohl nur 86 von 102 Grafschaften Antwort erteilt hatten. — Eine ungenaue und unvollständige Berechnung des Jahres 1874 ergab für Wisconsin den Betrag von $ 8522224.

Die Schulden der Gemeinwesen des Staates Connecticut zugunsten der Eisenbahnen betrugen im Jahre 1883 $ 5106000. Dies bedeutet drei Viertel der gesamten Schulden dieser Körperschaften. — In der Zeit von 1869—1905 emittierten die Städte und Grafschaften von Minneapolis $ 2949150 Bonds zur Unterstützung von 48 Eisenbahngesellschaften. — 294 Städte des Staates New York ließen den Eisenbahnen $ 29979206 zukommen; ferner gewährte jede, von 51 Grafschaften dieses Staates Unterstützungen von $ 3000 bis über $ 3000000. — 43 Grafschaften des Staates Nebraska emittierten $ 4918000 Subsidy Bonds; die Grafschaften von Virginia über $ 10000000 Bonds. Die Verschuldung der Städte und Grafschaften in Iowa betrug aus gleichem Anlaß bereits 1856 über $ 7 Millionen.

Ein scharfes Licht auf diese Politik wirft auch die Feststellung der Interstate Commerce Commission, derzufolge die gesamte Schuld des Staates Kansas nebst aller seiner Städte usw. in den Jahren 1886—88 von $ 17779299.42 auf $ 30733934.87 gestiegen ist. Trotz der vielen öffentlichen Aufgaben, die ein Staat zu erfüllen hat, entfielen von der Mehrverschuldung von $ 12954635.45 allein $ 8544550.50 auf die Unterstützung von Eisenbahnen.

Schließlich sei noch erwähnt, daß laut einer Berechnung aus dem Jahre 1853 von den Eisenbahnschulden folgender Städte auf den Kopf der Bevölkerung kommen: In Wheeling $ 55, in Baltimore $ 43, in Pittsburg $ 34, in St. Louis $ 30, in Louisville $ 25, in New Orleans $ 23 und in Philadelphia $ 20.

Die Art und Weise, wie diese gewaltigen Unterstützungen den Bahnen zukamen, ist meist die gleiche, wie bei den Staaten. Auch hier begannen die Unterstützungen mit der Übernahme von Aktien. Als erste Stadt tat dies Baltimore, welche bis zum Jahre 1835 $ 3500000 Aktien der Baltimore and Ohio RR. subskribierte. Die Stadt zahlte diese Shares mit 6% Stadtobligationen. Die Bahn konnte diese aber infolge der Anspannung des Geldmarktes nicht zu Pari unterbringen und half sich deshalb im Jahre 1839 dadurch, daß sie Zertifikate ausgab, die in 6% City Bonds zu Pari gerechnet umgetauscht werden konnten. Mit solchen Zertifikaten zahlte sie ihre Bauunternehmer, sowie die Grundbesitzer; diese wiederum gaben die Zertifikate an ihre Arbeiter weiter, so daß diese Zertifikate bald wie richtiges Papiergeld zirkulierten. Bis zum 30. September 1840 betrugen die dergestalt mit Zertifikaten geleisteten Zahlungen bereits $ 515000, von welcher Summe erst $ 10000 in 6% City Bonds umgetauscht waren. Außerdem betrugen die Zahlungen, die direkt in 6% City Bonds, zu Pari gerechnet, geleistet worden waren, bis zum vorgenannten Tage $ 138877.47. Da nun aber die Unterlage der Zertifikate, nämlich die 6% City Bonds, nicht Pari wert waren, sanken die Zertifikate rasch in ihrem Kurse, zum Schaden der Arbeiter, die sie als Entgelt für ihre Arbeitsleistungen erhielten. Die Erbitterung der Bevölkerung steigerte sich noch, als die Stadt Baltimore im Jahre 1842 die Bestimmung aufhob, nach welcher die Zertifikate bei Steuerzahlungen zu ihrem Nominalwerte berechnet werden sollten. Um die öffentliche Meinung wieder zu beruhigen, mußte der Staat Maryland im Jahre 1845 ein Gesetz erlassen, das den Eisenbahngesellschaften die Ausgabe »of anything in the nature of a banknote or other paper to be used for circulation as a currency« verbot.

Ebenso wie die Einzelstaaten belasteten also auch die Städte ihren Kredit, indem sie zur Bezahlung von Eisenbahnaktien Bonds ausgaben. Auch sie steigerten außerdem ihre Verbindlichkeiten dadurch, daß sie Eisenbahnbonds indossierten und garantierten und auch eigene Bonds gegen Eisenbahnbonds umtauschten. So garantierte Portland beispielshalber die Zinsen von $ 250000 Bonds der Oregon Central RR., Covington die von $ 200000 Bonds der Covington and Lexington RR. und die Grafschaft Washington im Staate Maine 5% Zinsen auf $ 650000 30jährige Bonds der Maine Shore Line.

Häufiger als solche Garantieen wurde von den Städten die

Hergabe eigener Bonds im Tausch gegen Bonds der Eisenbahngesellschaften gewährt. Hier ist natürlich die von der Stadt übernommene Verbindlichkeit eine noch viel weitergehende, für die sie sich, wie die Staaten, durch Hypotheken auf das Eigentum der Gesellschaft sicher zu stellen suchte. Die Stadt Baltimore lieh z. B. der North Western of Virginia RR. $ 1500000 Bonds, wofür sie sich ein erstes Pfandrecht einräumen ließ. — Milwaukee begnügte sich mit zweistelligen Hypotheken und gestattete den Gesellschaften, erste Hypotheken in der Höhe von $ 10000 pro Meile aufzunehmen. Zur Unterstützung der Milwaukee, Mississippi RR. nahm die Stadt Milwaukee sogar eine Anleihe von $ 550000 auf und gab diese der Gesellschaft gegen Überlassung von $ 250000 Aktien und $ 300000 Obligationen mit Pfandrecht an dritter Stelle.

Es kam schließlich auch vor, daß die Städte den Bahnen namhafte Schenkungen machten, ohne ein Entgelt hierfür zu verlangen. Sie hofften eben, daß der Aufschwung, den der Bau und der Betrieb der Bahnen ihnen bringen sollte, sie für diese Ausgabe reichlich entschädigen würde. Der Staat mußte natürlich solche Schenkungen gesetzlich gestatten. Gemäß einem solchen Gesetz beschloß die Stadt Keene in New Hampshire der Manchester and Keene RR. ein Geschenk in der Höhe von 3 % ihres Gesamtwertes zu machen. Auch San Francisco machte solche Schenkungen, und zwar der Central Pacific in Höhe von $ 400000 und der Western Pacific in Höhe von $ 200000. — Viele Städte, besonders in den Weststaaten, überließen den Eisenbahnen auch das notwendige Bahnhofsgelände umsonst.

Die Reaktion gegen die Eisenbahnunterstützungen begann in den Städten zur gleichen Zeit wie in den Staaten. Das wirksamste Mittel, um sie zu beseitigen, lag natürlich in der Hand der Staaten, die auch bald begannen, restriktive Gesetzesbestimmungen zu erlassen. So bestimmte z. B. ein Gesetz des Staates New York, daß fortan Unterstützungen nur unter Zustimmung der Majorität der Bürger der betreffenden Stadt gewährt werden dürften. Im Jahre 1872 wurde schließlich in diesem Staate jede Unterstützung durch die Städte untersagt.

Mehr als die Hälfte aller Staatsverfassungen der Union verbieten heute die städtische Förderung der Bahngesellschaften. Einige Staaten jedoch lassen diese immer noch zu, z. B. Nevada, Maryland, Tennessee, Minnesota und Nebraska.

In gleicher Weise, wie die öffentlichen Körperschaften, erhofften auch die Privatleute und besonders diejenigen von ihnen, welche Grundstücke längs der geplanten Bahnstrecke besaßen, eine bedeutende Wertsteigerung ihres Besitzes und einen starken wirtschaftlichen Aufschwung infolge der Anlage einer Eisenbahn. Darum waren auch sie bereit, den Bahngesellschaften Unterstützungen zuteil werden zu lassen.

Zum weitaus größten Teil bestanden diese Unterstützungen in der billigen oder sogar unentgeltlichen Hergabe von Wegrechten. Während in Europa die Grundbesitzer, gegen welche zum Zweck des Baues einer Bahnstrecke das Enteignungsrecht geltend gemacht wurde, oftmals ganz unvernünftig hohe Entschädigungen verlangten, hat im Gegensatz hierzu die Bevölkerung Amerikas das benötigte Land häufig kostenlos zur Verfügung gestellt. Aus diesem Umstand erklärt es sich auch, daß die Baukosten einer amerikanischen Bahn durchschnittlich viel niedrigere sind als die einer europäischen. Nach Philippovich stellten sich die durchschnittlichen Anlagekosten pro Bahnkilometer in Großbritannien auf ℳ 682805, in Frankreich auf ℳ 317239, in Österreich auf ℳ 279855, in Deutschland auf ℳ 262284, dagegen in den Vereinigten Staaten nur auf ℳ 169752.

In vielen Fällen gingen die Grundstücksbesitzer in Amerika gemeinsam vor, so z. B. längs der Boston and Worcester RR., wo sie beschlossen, von der Gesellschaft keinerlei Entschädigung für die Überlassung der Wegerechte zu verlangen. Häufig kauften sie auch Aktien der Gesellschaft, die ihnen durch den Bau einer Bahn die Möglichkeit schuf, ihre Produkte ohne Schwierigkeiten auf bedeutenden Märkten zum Verkauf zu bringen. Diese Verbindung zwischen Grundbesitzern und Gesellschaften wiederum veranlaßte die ersteren, Teile ihres Besitzes der Gesellschaft unentgeltlich zur Verfügung zu stellen und außerdem die Preise für die zum Bau notwendigen Materialien und Arbeitsleistungen nach Möglichkeit niederzuhalten. In mancher Charter wird den Gesellschaften sogar die Erlaubnis erteilt, die Baumaterialien und Arbeitsleistungen mit eigenen Aktien zu bezahlen, z. B. in der Charter der Henderson and Nashville RR. vom Jahre 1850 und derjenigen der New Orleans, Shreveport and Kansas RR. vom Jahre 1857. Wenn der Bahn das Land von den Grundbesitzern nicht gänzlich kostenlos überlassen wurde, willigten diese wenigstens häufig ein, daß die Gesellschaft den Kaufpreis in Aktien entrichten durfte.

Derartige Unterstützungen durch Private wurden besonders

häufig in den westlichen Staaten gewährt, wo es infolgedessen Gang und Gebe war, den Bahngesellschaften Terrains, hauptsächlich für Bahnhofsbauten, umsonst zu überlassen. Solche Schenkungen waren bereits in den Charters vieler Westbahnen vorgesehen. So wurde z. B. die Indianapolis and Bellefontaine RR. im Jahre 1848 ermächtigt, Terrains, welche von der Bahnstrecke berührt werden sollten, sowie Steine, Holz und andere Baumaterialien kostenlos zu erhalten. Manche Staaten erteilten dieses Recht auch in allgemeinen Gesetzen. — Schließlich sei noch erwähnt, daß die Bahnen durch Weiterverpfändung der Hypotheken, welche sie von den Ansiedlern, zur Sicherstellung der Restzahlungen für gekaufte Grundstücke erhielten, eine weitere Möglichkeit besaßen, sich Geldmittel zu verschaffen.

Alle bis hierher geschilderten Förderungen und Unterstützungen der Bahngesellschaften gaben diesen nur die Grundlage zur Sicherung ihrer finanziellen Lage und zur Erlangung eines größeren Kredits. Im folgenden wird daher darzulegen sein, über welche Mittel und Wege die Gründer von Bahngesellschaften verfügten, um deren eigentliche Finanzierung vorzunehmen.

IV. Die Aktien der Eisenbahngesellschaften.

Ein Eisenbahnunternehmen unterscheidet sich von anderen Unternehmungen hauptsächlich dadurch, daß das darin angelegte Kapital auf lange Zeit hinaus festgelegt ist und die Anlagen der Bahn nur für einen einzigen Zweck zu verwenden sind.

Die verschiedenen Arten geschäftlicher Unternehmungen — Banken, Warenhäuser, Fabriken, Eisenbahnen — sind hinsichtlich der Elastizität des in ihnen angelegten Kapitals wesentlich verschieden. Während diese bei den Banken verhältnismäßig groß ist, verringert sie sich bei den anderen angeführten Unternehmungen allmählich immer mehr und hört bei den Eisenbahngesellschaften nahezu ganz auf. Denn diese verlangen die Festlegung eines großen Kapitals auf lange Dauer, dessen Größe sich nicht je nach den Schwankungen der Konjunktur verändern läßt. Früher wurden diese Unterschiede nicht gewürdigt, da man nur das umlaufende Kapital beachtete. Infolgedessen faßte man das Kapital als nichts feststehendes, sondern in seiner Zirkulation Unbeschränktes auf, das jederzeit einer unrentablen Unternehmung entzogen werden könne, um sich einer rentableren zuzuwenden. Für industrielle Unternehmungen trifft diese Auffassung bereits nur in beschränktem Maße zu, hinsichtlich der Eisenbahnen ist sie absolut unzutreffend.

Diese Festlegung großer Mittel auf viele Jahre hinaus bestimmt gänzlich das Verhältnis, in dem eine Eisenbahn zu ihren Eigentümern, zu ihren Benutzern und zum Gesetze steht.

Notwendigerweise stehen die Eisenbahnen im Besitze von Korporationen öffentlicher oder privater Natur. Ist, wie in Amerika, das letztere der Fall, so nimmt die Eisenbahnunternehmung die Form der Aktiengesellschaft an. Zur Finanzierung muß sie sich darum der Mittel bedienen, die dieser zur Verfügung stehen.

Aber auch in der Beschaffung der Geldmittel unterscheidet sich die Eisenbahnunternehmung in wichtigen Punkten von der Kreditorganisation anderer Unternehmungen. Der Leiter einer Fabrik kann auf Grund der bereits vorhandenen oder erst anzuschaffenden Aktiven Darlehen erhalten. Wenn auch die Kon-

junktur die Preise beeinflußt, so kennt man doch ziemlich genau die Grenzen der dadurch hervorgerufenen Schwankungen. Ferner ist es möglich, erst eine kleine Fabrikanlange fertigzustellen, und diese dann allmählich stufenweise zu erweitern. — Der Kaufmann erhält Kredit auf seine Waren, der Grundstückshändler auf seine Grundstücke, deren Wert leicht einzuschätzen ist; der Bankier beginnt mit kleinen Mitteln, um Schritt für Schritt sein Betriebskapital zu vergrößern; gegen Hinterlegung leicht realisierbarer Sicherheiten kann er sich leicht Kredit verschaffen.

Ganz anders die Eisenbahnen. Sie bedürfen gleich anfänglich großer Summen Geldes, wogegen der Wert ihrer Anlagen weder feststehend, noch leicht zu ermitteln ist, noch sind diese anderweitig verwendbar. Die Kosten, welche die Herstellung von einer Strecke von 100 Meilen erfordert, haben nicht in allen Fällen dieselbe Höhe. Sie ändern sich vielmehr entsprechend der Beschaffenheit des Terrains, das die Bahn durchläuft.

Der ganze für die Anlage der Bahn erforderliche Betrag muß bereits vor Beginn des Baues gesichert werden, obwohl kein einziger Sachverständiger imstande sein kann, die Erfolge, welche die Bahn später zu erwarten hat, ziffernmäßig genau festzustellen. Er kann im Bestfalle ihre Aussichten nach anderen Bahnen schätzen, die unter ähnlichen wirtschaftlichen Bedingungen arbeiten, aber es gibt in jedem einzelnen Falle so viele Verschiedenheiten, daß sich keine feste Regel für die Entwicklungsmöglichkeiten einer Bahn aufstellen läßt. Besonders schwierig ist es unter diesen Umständen zu entscheiden, ob man eine Bahn mit einmaligen hohen Anlagekosten und mit niederen Unterhaltungsspesen bauen soll, oder umgekehrt eine solche mit niedrigen Anlagekosten und hohen Unterhaltungsspesen.

Zwei Wege standen und stehen noch heute den Eisenbahngesellschaften offen, um das Publikum zur Hergabe von Kapital für die Zwecke der Eisenbahnunternehmung zu bewegen. Der eine beruht darauf, daß der Geldgeber durch Übernahme einer Beteiligung an dem Eigentum und dem Gewinn der Gesellschaft Mitglied des Unternehmens wird. Dies geschieht durch die Übernahme von Anteilen, die den Namen »Shares« und in ihrer Gesamtheit die Bezeichnung »Stock« tragen, was den im Deutschen gebräuchlichen Ausdrücken Aktien bzw. Aktienkapital entspricht. Der zweite Weg beruht auf dem Versprechen der Gesellschaft, die ihr geliehenen Summen an bestimmten Terminen zurückzuzahlen und inzwischen Zinsen in vorher bestimmter Höhe zu ver-

güten. Diese Verbindlichkeiten nehmen verschiedene Formen an, deren Charakter durch ihre Bezeichnung ausgedrückt wird. Während wir im Deutschen hierzu die Obligationen oder Schuldverschreibungen und die Schatzscheine oder Schatzwechsel rechnen, werden in Amerika Bonds, Debentures und Notes unterschieden.

Die auf diese Weisen entstandene Gesamtverschuldung pro Meile beläuft sich in den Vereinigten Staaten für die Jahre 1880 bis 1910 auf folgende Beträge (einschließlich des Effektenbesitzes der Eisenbahngesellschaften selbst):

1880	$ 58 624	1890	$ 61 343	1900	$ 61 884
1881	„ 60 645	1891	„ 61 221	1901	„ 62 926
1882	„ 60 830	1892	„ 61 428	1902	„ 64 371
1883	„ 61 592	1893	„ 62 367	1903	„ 65 380
1884	„ 60 886	1894	„ 61 871	1904	„ 66 715
1885	„ 60 897	1895	„ 62 554	1905	„ 68 038
1886	„ 60 564	1896	„ 61 631	1906	„ 71 388
1887	„ 58 093	1897	„ 62 753	1907	„ 73 542
1888	„ 60 185	1898	„ 62 658	1908	„ 74 889
1889	„ 59 881	1899	„ 62 268	1909	„ 75 905
				1910	„ 78 714

Die Aktie verleiht ihrem Besitzer einen Anspruch auf einen bestimmten Anteil an dem nach Befriedigung aller Gläubiger verbleibenden Reinvermögen einer Gesellschaft. Die Größe dieses Anteils ergibt sich aus dem Verhältnis des Nennbetrages der Aktie zu der Höhe des gesamten Aktienkapitals. Dieser Nennbetrag stellt somit weder eine Verpflichtung der Gesellschaft dar, die Einlösung zu diesem Betrag vorzunehmen, noch repräsentiert er den inneren oder den Geldwert, welchen die Aktien besitzen. Diese beiden Werte richten sich vielmehr nach dem jeweiligen Stande des Unternehmens, von dessen Entwicklung sie also abhängig sind. Allerdings findet man die Meinung sehr verbreitet, daß bei einer Gesellschaft nach Berücksichtigung der Schuldverschreibungen noch eine reale Sicherheit vorhanden ist, die im Werte dem vollen Nennwert des ausgegebenen Aktienkapitals entspricht. Diese Ansicht findet eine Stütze darin, daß bei der Bilanzierung das Aktienkapital in seiner ganzen Höhe als Passivum aufgeführt wird. Demgegenüber steht jedoch bei den amerikanischen Bahngesellschaften als Hauptaktivum das gesamte Bahneigentum, zu seinem Buchwert angenommen. Würde oder könnte man dessen genauen Wert bestimmen, so ließe sich erst daraus ermessen, welchen inneren Wert das Aktienkapital besitzt. Man kann wohl

sagen, daß in Wahrheit das Aktienkapital der Bahngesellschaften zum großen Teil die Hoffnungen der Gründer eskomptiert. Ist die Bahn gut angelegt und geschickt geleitet, so wird dies den Aktionären durch eine Wertsteigerung ihrer Aktien zugute kommen; ist sie schlecht angelegt und schlecht geleitet, so werden vor allem die Aktionäre den Schaden tragen müssen. Im ersteren Falle kann die betreffende Aktie mehr, sogar bedeutend mehr wert sein als ihr Nennbetrag ausdrückt, während sie im anderen Falle erheblich unter diesem bleiben, ja sogar ganz wertlos werden kann. Von der Wahl, die der Kapitalist beim Ankauf von Aktien trifft, und von der Art, wie er sein Stimmrecht bei der Wahl der Verwaltung anwendet, hängt es also ab, ob ihm Gewinn oder Verlust aus seinem Besitz erwächst. Hat er nicht die richtige Wahl getroffen und fährt er schlecht dadurch, so hat er kein Anrecht, von der Öffentlichkeit schadlos gehalten zu werden; hat er aber klug gehandelt, so kann niemand seinen Gewinn anfechten, solange die Bahn mit genügender Rücksicht auf die allgemeinen Interessen und die Verkehrsbedürfnisse geleitet wird. Die Eisenbahnaktie ist also nach dem Vorgesagten nichts weiter als ein anteiliges Interesse an einem mehr oder weniger spekulativen Unternehmen, aus welchem dem Aktionär Gewinn oder Verlust erwachsen kann. Da die meisten Eisenbahnaktien im Anfang der Periode des Eisenbahnbaues so gut wie wertlos waren und auch zu einem dementsprechenden Preise abgegeben wurden, so hatten sie ursprünglich eigentlich den Charakter von bloßen Genußscheinen, die sich in hervorragendem Maße zu Spekulationspapieren eigneten. Die in den Vereinigten Staaten angewandte Finanzierungspolitik kennt verschiedene Arten von Aktien. Die beiden wichtigsten sind die Common Shares oder Stammaktien und die Preferred Shares oder Vorzugsaktien.

Die bei der Gründung von Bahngesellschaften meist zuerst zur Ausgabe gelangenden Aktien sind die Common Shares. Sie repräsentieren, wie bereits oben dargelegt, einen Anteil am Eigentum der Bahn und sind infolgedessen am Gewinne derselben beteiligt. Ein solcher gelangt erst dann, und zwar in der Form von Dividenden, zur Verteilung, wenn alle festen Lasten, wie z. B. Zinsen auf Schuldverschreibungen, gezahlt sind. Der Hauptreiz, solche Shares zu kaufen, besteht in ihrem mehr oder minder spekulativen Charakter und in dem Stimmrecht, das in den meisten Fällen ihnen allein zusteht. Sehr selten sind Common Shares, denen das Stimmrecht, die Voting Power, entzogen ist, um es den

Vorzugsaktien zu überlassen, wie z. B. bei der Rock Island Co. Das Stimmrecht wird heute in den Vereinigten Staaten allgemein in der Form gewährt, daß jede Aktie eine Stimme verleiht. Wer also über eine Aktie mehr als die Hälfte des Aktienkapitals verfügt, besitzt bei Aktionärversammlungen die Majorität und kann dadurch der Verwaltung seinen Willen aufzwingen. Diese Majorität erlangt dadurch die Kontrolle der Bahn, d. h. sie übt den maßgebenden Einfluß bei dieser aus. In früheren Zeiten fanden sich jedoch auch vereinzelt Bestimmungen vor, die eine Abnahme der Stimmenzahl bei höherem Aktienbesitz vorschrieben. Eine solche Stimmrechtsskala findet sich z. B. in den Statuten der South Carolina Cannel and RR. Co vom 13. Mai 1828. Nach dieser verleiht der Besitz von

1— 2	Aktien	das	Recht	für	1	Stimme
3— 4	„	„	„	„	2	Stimmen
5— 6	„	„	„	„	3	„
7— 8	„	„	„	„	4	„
9—11	„	„	„	„	5	„
12—15	„	„	„	„	6	„
16—20	„	„	„	„	7	„
21—26	„	„	„	„	8	„
27—33	„	„	„	„	9	„
34—40	„	„	„	„	10	„

und von jeden weiteren 10 Aktien das Recht für je eine Stimme mehr.

Wäre dieses oder ein ähnliches System allgemein angenommen worden, so hätten viele der späteren außerordentlich erbitterten Kämpfe um die Kontrolle von Bahnen vermieden werden können.

Die Ausgabe von Vorzugsaktien ist in den meisten Staaten durch Gesetz gestattet. So findet sich z. B. in den Gesetzen des Staates Vermont hierüber folgender Satz: »Eine Eisenbahngesellschaft darf Vorzugsaktien, in Abschnitten von nicht weniger als $ 50 pro Aktie, ausgeben, die vor den Stammaktien ein Vorrecht auf Dividende aus dem Geschäftsgewinn haben sollen. Diese Vorzugsdividende soll nicht höher als 7 % per annum sein. Die Ausgabe solcher Aktien darf geschehen zur Bezahlung, Ablösung oder Tilgung eines Anspruchs an die Gesellschaft, einer Hypothek oder einer Belastung der Gesellschaft oder ihres Eigentums, wenn die Aktionäre auf einer, zu diesem Zwecke einberufenen Versammlung mit zwei Drittel Majorität eine solche Aktienausgabe gutheißen.«

Die Vorzugsaktien haben das Recht, eine Dividende bis zu einer bestimmten Höhe zu beziehen, ehe eine solche auf die Stammaktien ausgeschüttet werden darf. Ebenso müssen meistens die Vorzugsaktien bei einer Auflösung der Gesellschaft vor den Stammaktien berücksichtigt und befriedigt werden. Eine derartige Bevorzugung ist jedoch nur dann möglich, wenn die Gesetze die Verleihung eines solchen Vorrechts gestatten, was jedoch, wie bereits gesagt, in den meisten Staaten der Fall ist. Infolge des Vorrechts hinsichtlich der Rückzahlung repräsentieren die Vorzugsaktien in Wirklichkeit einen Anspruch gegen die Gesellschaft von bestimmter, durch den Nennwert ausgedrückter Höhe. Ist keine gegenteilige Bestimmung getroffen, so haben die Vorzugsaktien an dem Gewinnüberschuß, der nach Verteilung der versprochenen Vorzugsdividende und einer Dividende von gleicher Höhe auf die Stammaktien verbleibt, denselben Anteil wie die Stammaktionäre. Mit diesem Recht der Preferred Shares ist manchmal auch das Recht verbunden, bei Auflösung der Gesellschaft an der Verteilung der Aktiva auch dann noch Anteil zu haben, wenn ihr Nominalanspruch bereits befriedigt ist und noch ein Rest übrig bleibt. Meistenteils nehmen aber, im Gegensatz zu der in Deutschland geübten Praxis, die Preferred Shares an einer solchen weiteren Gewinnverteilung in Amerika nicht teil; ihr Höchstertrag ist daher durch die Höhe der ihnen zustehenden Vorzugsdividende von vornherein festgelegt. Die gewährte Vorzugsdividende beträgt meist 5, 6 oder 7%.

Eine Gesellschaft kann verschiedene Klassen von Vorzugsaktien ausgeben, die ein Anrecht auf eine gleich oder verschieden hohe Vorzugsdividende haben können. Die ersten Vorzugsaktien müssen jedoch in diesem Falle erst die ganze ihnen zukommende Vorzugsdividende erhalten, bis die Verteilung einer solchen an die zweiten Vorzugsaktien vorgenommen werden kann. Der gleiche Unterschied besteht auch bezüglich der Kapitalrückzahlung. In dieser Weise hat z. B. die Reading Co. 4% First und 4% Second Preferred Shares verausgabt.

Die Vorzugsaktien haben keinen Anspruch auf Dividenden, solange die Gesellschaft keinen Gewinn erzielt. Um den Besitzern von Preferred Shares die Dividende jedoch nach Möglichkeit zu sichern, werden diese häufig als »Cumulative Preferred Shares« ausgegeben, d. h. der Anspruch der Besitzer solcher Shares auf Dividenden bleibt solange bestehen, bis er gänzlich durch die Gesellschaft befriedigt ist. Wenn also die Dividende auf die Vor-

zugsaktien in einem Jahre und mehreren Jahren hintereinander nicht ganz zur Ausschüttung gelangen kann, bleibt die Gesellschaft für die noch rückständigen Beträge haftbar. Es ist ihr nicht möglich, Dividenden auf die Stammaktien zu bezahlen, bevor nicht die ganze rückständige Summe an die Vorzugsaktionäre abgeführt worden ist. Mit anderen Worten, die nicht zur Ausschüttung gelangenden Dividendenbeträge werden der Gesellschaft von den Aktionären gestundet. Diese Art der Vorzugsaktien wird häufig angewandt; als Beispiel seien die 4% Cumulative Preferred Shares der Pere Marquette RR. genannt.

Die Gesellschaft hat meist das Recht, die von ihr ausgegebenen Vorzugsaktien im Markte aufzukaufen oder zu Pari oder mit einem Zuschlag von einigen Prozent über Pari einzulösen. Die Einlösung solcher Aktien gegen Bonds oder bares Geld muß von den Gesetzen ausdrücklich gestattet werden, wie z. B. in New-Jersey. Solche Aktien heißen auch Convertible Stock. Durch eine solche Tilgung dürfen aber weder die Gläubiger geschädigt, noch das Aktienkapital vermindert werden. Die Vorzugsaktien gelten dann immer noch als Teil des Aktienkapitals, der im Besitze der Gesellschaft ist. Die Anrechte auf Vorzugsdividenden und Bevorzugung bei einer Liquidation erlöschen aber mit der Einlösung. Dagegen hat die Gesellschaft das Recht, wenn die Aktionäre diesen Schritt gutheißen, die Vorzugsaktien von neuem auszugeben und ihnen ihre alten Vorrechte wieder einzuräumen.

Wenn nichts anderes vorgesehen ist, genießen auch die Vorzugsaktien Stimmrecht. Doch werden in den meisten Fällen Vorkehrungen getroffen, um dieses Recht den Stammaktionären allein vorzubehalten, um sie so für ihre durch Ausgabe von Preferred Shares geschmälerten Dividendeaussichten zu entschädigen. Manchmal findet sich auch die Bestimmung, daß die Besitzer der Vorzugsaktien solange Stimmrecht haben, wie die Vorzugsdividenden nicht in ihrer vollen Höhe bezahlt werden.

Die ersten Vorzugsaktien die von einer amerikanischen Bahngesellschaft ausgegeben worden sind, sind wohl die $ 3 000 000 6% Preferred Shares, die der Staat Maryland im Jahre 1835 von der Baltimore and Ohio RR. übernahm. Von da an wurde häufig die Ausgabe von Preferred Shares vorgenommen, anfänglich meistens in den Fällen, wo die Kosten des Baues über Erwarten hoch waren, oder wo man das Ergebnis der ersten Betriebsjahre bei den Voranschlägen überschätzt hatte. Dann wurde meist ein Teil des Aktienkapitals mit Vorrechten ausgestattet und an den Markt ge-

bracht, oder es wurden neue bevorzugte Aktien geschaffen und ausgegeben. In solchen Fällen hatte der Kapitalist wenigstens schon einige Unterlagen zur Beurteilung des inneren Wertes des Unternehmens. Im Jahre 1909 standen $ 1 467 896 060 Vorzugsaktien amerikanischer Bahngesellschaften aus, gegen $ 6 218 382 485 Stammaktien. Auf je $ 100 Vorzugsaktien kamen also $ 424 Stammaktien.

Es sind dann noch einige andere Aktiengattungen zu erwähnen, die vereinzelt von amerikanischen Bahngesellschaften ausgegeben werden, welche die amerikanische Eisenbahnstatistik jedoch in ihren Aufstellungen nicht berücksichtigt. — Hier ist zunächst der »Guaranteed Stock« zu erwähnen. Dies sind meistens Aktien einer von einer anderen Gesellschaft gepachteten Bahn, deren Dividende von der Pächterin garantiert wird. Fälschlicherweise wird dieser Name häufig auch für cumulative Vorzugsaktien angewandt.

Schließlich sind noch die Founders' Shares zu erwähnen, die man in Amerika aber erst seit kurzen kennt und nur selten anwendet. Diese Shares sind Gründerscheine, welche erst eine Dividende erhalten, nachdem eine solche von bestimmter Höhe an die Vorzugs- und Stammaktien zur Ausschüttung gelangt und unter Umständen auch noch ein gewisser Betrag den Reserven zugewiesen worden ist. Der einzige Staat, der die Ausgabe solcher Shares zuläßt, ist New-Jersey. Sie bieten kaum einen Vorteil, der nicht auch durch die Ausgabe von Stamm- oder Vorzugsaktien zu erreichen wäre. Die Founders' Shares werden meist, wie auch ihr Name bereits erkennen läßt, Personen, die durch ihren Namen und Einfluß eine Gesellschaft gefördert haben, sowie deren Gründern als Entschädigung für ihre Bemühungen überlassen.

Die Aktien lauten in den Vereinigten Staaten nicht, wie dies in Deutschland meistens der Fall ist, auf den Inhaber, sondern sie sind auf Namen gestellt. Die Gesellschaften sind daher verpflichtet, Bücher über die Besitzer ihrer Aktien zu führen. Nur an die hier als Aktionäre verzeichneten Personen werden dann die Dividenden ausbezahlt. Diese Bücher stehen jederzeit den Aktionären zur Einsicht zur Verfügung.

Wie in allen Ländern, so unterlag auch in den Vereinigten Staaten die Aktienausgabe staatlicher Regelung, die von den Einzelstaaten ausgeübt wurde. Je nach dem Einfluß, den sich ein Staat hierbei sicherte, lassen sich 3 Methoden der Regelung unterscheiden:

Die erste Methode überläßt die Bewertung des Eigentums gänzlich den Gründern der Gesellschaft. Der Staat übernimmt für die Richtigkeit dieser Berechnung keine Verantwortung und tritt nur in den Fällen in Aktion, wo man sich betrügerischer Maßnahmen bedient hat. Ein so beschränkter Einfluß des Staates auf die Finanzierung einer Gesellschaft ist natürlich nicht im geringsten imstande, die Anlage von Kapital in Aktien, deren Wert ein gänzlich fiktiver ist, zu verhindern.

Bei der zweiten Methode wird, wie auch in Deutschland, die Ausgabe von Aktien vom Staate kontrolliert und evtl. in ihrer Höhe beschränkt. Hier liegt der Gedanke zugrunde, daß der Staat, nachdem er einer Gesellschaft weitgehende Privilegien verliehen hat, in gewisser Hinsicht für deren Handlungsweise verantwortlich ist und darum verhindern muß, daß sie Aktien bis zu einer Höhe ausgibt, die der Wert ihres Eigentums in keiner Weise rechtfertigen kann.

Eine dritte Methode endlich gestattet eine Kapitalisation in jeder beliebigen Höhe. Diese ist jedoch an die Bedingung gebunden, daß Aktien nur dann emittiert werden dürfen, wenn vorher eine Bekanntmachung erlassen worden ist, die den Betrag der zur Ausgabe gelangenden Aktien und die Bedingungen des Kaufes zur öffentlichen Kenntnis bringt. In diesem Falle garantiert der Staat den Kapitalisten nur genügende Informationen über die Aktienemission, während eine Beteiligung an dieser auf eigenes Risiko des Kapitalisten erfolgt.

Während heute in den Vereinigten Staaten diese verschiedenen Arten der einzelstaatlichen Regelung in Anwendung kommen, wurde in früheren Zeiten fast nur die erste Methode angewandt. Die Staatsgewalt kümmerte sich um weiter nichts, als daß eine bestimmte, meist recht niedrig bemessene Anzahl von Aktionären vorhanden, daß ein Teil des Aktienkapitals gezeichnet und daß wiederum ein Teil des gezeichneten Kapitals eingezahlt war. Manchmal wurde hierbei eine Einzahlung von nur 1 % verlangt. Die Charter der Illinois Central RR. vom 10. Februar 1851 enthält im zweiten Artikel die Bestimmungen, von denen hier die Rede ist; dort heißt es nämlich: »Das Aktienkapital der Gesellschaft soll $ 1000000 betragen, darf aber von Zeit zu Zeit bis zu dem Betrage erhöht werden, der bis dahin für den Bau der Bahn verausgabt worden ist. Jede Aktie soll auf $ 100 lauten; sie soll als bewegliches Eigentum gelten und soll auf solche Art und an den Plätzen, wie und wo es der Verwaltungsrat anordnet, ausgegeben

und übertragen werden. Dieser hat auch die Macht, Einzahlungen auf subskribierte Aktien zu verlangen und die Höhe und die übrigen Bedingungen dieser Einzahlungen vorzuschreiben. Bei einer Weigerung oder Außerachtlassung dieser Zahlung durch einen Aktionär können die Aktien dieses 30 Tage nach öffentlicher Bekanntmachung versteigert werden.« Solche Bedingungen waren außerordentlich leicht zu erfüllen; sie wurden daher allmählich immer mehr zu bloßen Formen. Hatte die Gesellschaft in dieser Beziehung den geringen Forderungen des Staates genügt, so durfte sie dann ganz nach ihrem eigenen Belieben schalten und walten.

Durch diese außerordentlich laxen Bestimmungen wurde die Gründung schwindelhafter Unternehmungen sehr erleichtert. Es wurden infolgedessen Gesellschaften aller Art ins Leben gerufen, darunter auch solche, welche nie rentieren konnten. Kupka schrieb über die Gründung und Verwaltung solcher Gesellschaften in seinem Buch über »Amerikanische Eisenbahnen« in den 70er Jahren folgendermaßen:

»Es finden sich also, nachdem der Charter vom Kongresse erwirkt ist, das Dutzend Männer wieder zusammen, die nicht, wie in den früheren Jahren, auch die Geldkraft waren, sondern vielleicht nicht einen Dollar zu investieren haben, und subskribieren nominell ein gewisses Aktienkapital, in welches von ihnen jedoch nie ein Cent eingezahlt wird, indem sie sich zugleich als Aktionäre gerieren. Eine Aktionärversammlung wird sodann ausgeschrieben, bei welcher sich diese Stockholders wieder selbst zu Direktoren wählen; sie geben sich dabei als Repräsentanten der Aktionäre aus, und vollführen nun als Direktoren ganz willkürliche Manipulationen, indem sie als Direktoren angeblich gemäß Instruktionen handeln, welche sie von den Aktionären (das sind sie nun wieder selbst) erhalten haben.

So wurde Geld auch auf fiktives Eigentum in großen Summen ausgeliehen, wobei der Geldgeber einerseits, durch die als Basis fungierenden Wertobjekte, andererseits durch die Wachsamkeit eines so großen Körpers (wie die Aktionäre) sich sicher glaubte; er begab sich ferner durch 20 oder mehr Jahre (solange seine Interessen pünktlich bezahlt wurden) des Rechtes der Kontrolle, und es sind die Direktoren somit in der beliebigen Verwendung des Geldes nicht beirrt.

Da die Direktoren durch das Gesetz fast ausschließlich nur den Aktionären gegenüber verantwortlich sind, weil der letzteren

Hauptinteresse an dem Gedeihen der Unternehmung von jedermann auch vorausgesetzt werden muß, so ist die scheinbar größtmögliche Garantie dafür vorhanden, daß die Aktionäre die Direktoren zu keinem gesetzwidrigen Vorgehen ermächtigen, aber bei der eben angeführten usuellen Methode sind die Direktoren die einzigen Aktionäre, und als Direktoren nur den Aktionären, also wieder sich selbst, verantwortlich, während die Aktionäre natürlicherweise niemanden Rechenschaft zu geben haben.

Nachdem solche schwindelhafte Vorgänge im Publikum geahnt wurden, waren Eisenbahnpapiere nicht mehr an den Mann zu bringen, und es erfolgte im Jahre 1873 der Zusammenbruch aller dieser künstlich erhaltenen, innerlich ungesunden Zustände.

Mit Ende 1875 waren von den ca. 600 Eisenbahngesellschaften der Union nicht weniger als 197, wozu jedoch die in den letzten Jahren geschaffenen Bahnen am meisten beitrugen, im Gesamtwerte von $ 788 967 665 bankerott. Davon haben sich 18 Gesellschaften mit $ 91 249 250 neu fundiert, 44 Gesellschaften mit $ 159 373 300 haben Arrangements getroffen, und es bleiben noch 135 Kompanien schweben, von welchen 71 Gesellschaften mit $ 386 675 615 noch in Unterhandlung sind.«

Dadurch, daß auf die Aktien im Interesse der Gründer meistens nur geringe Einzahlungen gefordert wurden, konnte das hierdurch aufgebrachte Geld natürlich nicht hinreichen, um die ganzen Kosten des Baues zu bestreiten. Darum mußte fast stets von Anfang an auch an die Ausgabe von Schuldverschreibungen gedacht werden und deren Höhe war wohl meist schon vor der des Aktienkapitals beschlossen. Um die Höhe der auszugebenden Schuldverschreibungen festzustellen, wurde in den meisten Fällen, wenigstens bei den ehrlich geleiteten Unternehmungen, eine Schätzung des voraussichtlichen Mindestertrages vorgenommen. Dieser bildete dann die Grundlage für die Obligationenausgabe insofern, als deren Zinsen diese Mindesteinnahmen nicht überschreiten sollten. Da aber der hierdurch der Gesellschaft zur Verfügung gestellte Betrag die Höhe der Baukosten nicht immer erreichte, wurde die Höhe der zu emittierenden Aktien und der auf sie einzuzahlende Betrag so festgesetzt, daß der Erlös der Aktien und Obligationen zusammen die Baukosten decken konnte. Über das Verhältnis von Shares und Bonds findet sich in dem Annual Report of the Interstate Commerce Commission des Jahres 1888 folgende Erklärung:

»Eisenbahnen werden meist mit geliehenem Kapital gebaut und der Betrag der ausgegebenen Aktien stellt in den häufigsten Fällen nur die Differenz zwischen den tatsächlichen Kosten des Unternehmens und dem Vertrauen des Publikums auf die Zukunft der Gesellschaft dar, welches in der Menge der von ihm gekauften Obligationen seinen Ausdruck findet.«

Wenn die Aktien der Eisenbahngesellschaften zur Subskription gelangten, wurde zunächst für den Bau der Bahn auf alle mögliche Art Reklame gemacht, und den Kapitalisten, die dann ihre Mittel wirklich in Aktien anlegten, verschiedene Begünstigungen gewährt.

Die Gründer der Gesellschaft verfaßten meistens einen Prospekt, der sowohl dazu dienen sollte, Unterstützung vom Staate zu erlangen, als auch das Anlagepublikum und die Spekulanten auf die neue Bahn hinzuweisen, deren Aussichten hierbei in den rosigsten Farben geschildert wurden.

Die Subskription wurde aber meist noch durch viel nachdrücklichere Mittel gefördert. So wurden z. B. die Zeichenlisten der Pennsylvania RR. von Haus zu Haus getragen, um hier Subskriptionen, selbst die kleinsten Beträge, zu erlangen. Unter den ersten 2600 Subskriptionen befanden sich infolgedessen auch 1900 Zeichnungen von 5 oder weniger Aktien.

Die Zeitungen halfen den Bahnen in den meisten Fällen, indem sie die Pläne der Gesellschaften günstig beurteilten. Denn durch die Veröffentlichung der Prospekte in ihren Spalten verdienten sie recht hohe Beträge und lobten schon aus diesem egoistischen Motiven heraus das Bahnprojekt.

Ferner wurden auch Versammlungen einberufen, um für die Bahn Stimmung zu machen. Die Termine dieser Versammlungen wurden bereits mit den Prospekten zur Kenntnis des Publikums gebracht. So findet sich auf dem Umschlag des Prospektes der Albany and Susquehanna RR. Co. die Notiz:

»Die Direktoren der Albany & Susquehanna RR. Co. beabsichtigen, folgende Versammlungen abzuhalten, um dies wichtige Unternehmen der gütigen Beachtung der Grafschaften Schoharie, Otsego, ... zu empfehlen.«

Diese Versammlungen hatten auch meist den Nebenzweck, Unterstützungen der Grafschaften oder Städte, in denen sie abgehalten wurden, zu erlangen. So gelang es der Pennsylvania RR. im Jahre 1848 auf einem solchen »Meeting« in Pittsburg einen Beschluß herbeizuführen, dementsprechend die Grafschaft

Alleghany 2000 Aktien der Gesellschaft zeichnen sollte. Aber auch die einzelnen Besucher solcher Versammlungen konnten bereits hier Zeichnungen auf Aktien abgeben. Dies geschah z. B. 1835 in Pittsburg im Interesse der Baltimore and Ohio RR.

Manchmal wurde auch erreicht, daß auf solchen Zusammenkünften anwesende Bürger Beträge zur Deckung der Vermessungskosten usw. zeichneten.

Da den Gesellschaften natürlich sehr daran gelegen war, die Ansiedler und Farmer längs ihrer Bahnstrecken für sich zu gewinnen, suchten sie dieselben an der Bahn selbst zu interessieren. So kam z. B. die Illinois Central RR. auf folgende Idee: Sie ließ durch Agenten die Grundbesitzer besuchen, um sie zu veranlassen, einen kleinen Betrag Aktien zu übernehmen. Um einen solchen Ankauf verlockend erscheinen zu lassen, wurde den Käufern einmal im Jahre freie Fahrt nach Chicago und wieder zurück bewilligt, um ihnen damit Gelegenheit zu geben, an der Generalversammlung der Gesellschaft teilzunehmen. Die Fahrtfreiheit wurde innerhalb einer bestimmten Woche gewährt. Der Termin der Versammlung wurde dann meist in die für die Landwirte stille Zeit verlegt, so daß jeder sie bequem besuchen konnte. Die Farmer machten natürlich von diesem Recht, nach Chicago zu fahren, gerne Gebrauch, aber nur ein kleiner Bruchteil kam zur Versammlung. Die Mehrzahl benutzte diese Gelegenheit zu einer Vergnügungsreise. Da aber fast jeder einen Teil seiner Familie mitbrachte und auch in Chicago Waren einkaufte, die er mit der Bahn nach Hause sandte, war der Schaden, den diese infolge der kostenlosen Transporte hatte, bald wieder eingebracht. Und da diese Farmer die Produkte ihrer Landwirtschaft natürlich der Bahn zum Transport anvertrauten, an deren Ertrag sie selbst beteiligt waren, erzielte die Illinois Central RR. vollauf den gewünschten Erfolg.

Als dann später die Finanzierung der Bahngesellschaften von Banken usw. —, wovon weiter unten noch zu reden sein wird — besorgt wurde, waren derartige drastische Mittel zur Heranziehung von Kapitalien nicht mehr erforderlich.

Die ersten Bahngesellschaften, die Aktien zur Ausgabe gelangen ließen, erzielten bei der Subskription erstaunliche Erfolge und Überzeichnungen. Reizenstein erzählt, daß vom 20. bis 31. März 1827, also in 12 Tagen, allein in Baltimore 41788 Shares (einschließlich der 5000 Shares, welche die Stadt selbst zeichnete) von 20000 Personen gezeichnet worden waren. Außerdem waren

auch in Hagerstown und Frederick große Zeichnungen eingelaufen. Da aber nur 15000 Aktien zugeteilt werden durften, war die Gesellschaft nicht in der Lage, die Subskribenten vollauf zu befriedigen.

Dieses Beispiel wurde typisch für die nun folgenden Jahre. Die Spekulationswut in Eisenbahnwerten erreichte in den dreißiger Jahren ihre erste Blüte in Amerika.

Cleveland und Powell führen über diese Zustände die Äußerungen von Arfwedson an, der 1832 Amerika bereiste und nachher seine Erlebnisse und Eindrücke veröffentlichte. Ich lasse diese Stelle hier folgen: »Es ereignete sich selten, daß eine Gesellschaft wegen Mangel an Aktienzeichnern nicht zustande kommen kann. Ich fand meistens, daß die Aktien in kürzerer Zeit gezeichnet worden waren, als wir in Europa dazu brauchen, uns zu der Unterschrift unseres Namens zu entschließen. Aber das ist nicht nur bei Eisenbahnen der Fall, sondern auch bei Banken, Kanälen und allen möglichen Unternehmen. Geld ist in so überreichem Maße vorhanden, daß auf fast alle Pläne eingegangen wird, welche einen Gewinn erhoffen lassen.«

Die Zeichner von Aktien hatten anfänglich auf die subskribierten Shares nur geringe Einzahlungen zu leisten. Wurden neue Zuzahlungen, deren Höhe und Zeitpunkt manchmal auch bereits in den Charters bestimmt waren, verlangt, so waren die »Subscribers« verpflichtet, diese bis zu einem bestimmten Termin zu erlegen. Die Charter der Baltimore and Ohio RR. ordnete an, daß $ 1 einbezahlt werden mußte und daß in den folgenden Jahren nie mehr als $^1/_3$ der gezeichneten Summe eingerufen werden solle. Andernfalls sollten ihre Aktien in öffentlichem Verkauf dem Meistbietenden zugesprochen werden (vgl. hierzu die Bestimmungen der Charter der Illinois Central RR.).

Die Form der Bezahlung dieser Beträge konnte sehr verschieden sein.

Nur ein Bruchteil der eingerufenen Beträge ging in barem Gelde ein. 1851 verlangte z. B. die Indianapolis and Bellefontaine RR. Einzahlungen in der Höhe von $ 480000. Von diesen wurden $ 206000 in bar gezahlt, $ 232000 durch die Überlassung von Land und der Rest dadurch beglichen, daß die Schuldner Material und Arbeitskräfte der Bahngesellschaft zur Verfügung stellten.

In den Charters mancher Gesellschaften waren für die Arten von Zahlungen, die mangels baren Geldes in anderer Form ge-

leistet wurden, bereits Bestimmungen getroffen. Dies findet sich besonders im Westen, wo man eben durch den Bau von Bahnen eine ganz außerordentliche Steigerung des Bodenpreises erwartete.

Ebenfalls im Westen und zwar besonders im Staate Wisconsin nahmen die Gesellschaften auch Hypotheken auf Farmen zur Bezahlung von Aktien an. Sie garantierten dann Kapital und Zinsen dieser Hypotheken und brachten diese hierauf wieder zum Verkauf. In einigen Fällen übernahm auch die Bahn selbst die Zinszahlung auf die Hypotheken, wogegen sie aber dem Hypothekenschuldner die Dividende auf seine Aktien solange vorenthielt, bis der ihm zukommende Betrag die Höhe der von der Gesellschaft an seiner Statt gezahlten Zinsen erreicht hatte. Dieses Verfahren haben z. B. die La Crosse and Milwaukee, die Racine and Mississippi, die Chicago, St. Louis and Fond du Lac und die Madison and Watertown Eisenbahnen angewandt. Die Höhe solcher Zahlungen soll in Wisconsin $ 3 500 000 betragen haben. In vielen Fällen hat sich dann schließlich der Aktienbesitz der Hypothekenschuldner als gänzlich wertlos herausgestellt.

Nahezu sämtliche Einzelstaaten verlangen, daß bei Emissionen von Eisenbahnaktien deren Nennbetrag voll einbezahlt wird, wobei aber Ratenzahlung erlaubt ist. Hierdurch soll vermieden werden, daß Aktien unter pari ausgegeben werden. 18 Staaten haben dieses in ihrer Verfassung festgelegt; die Mehrzahl der übrigen Staaten haben Gesetze erlassen, die mehr oder weniger die gleiche Wirkung haben. Selbst ohne besondere gesetzliche Festlegung bleibt aber die Verpflichtung der Aktionäre, ihre Aktien auf Verlangen voll einzuzahlen, wirksam, wenn nicht im Gesetz ausdrücklich das Gegenteil vorgesehen ist. Doch gehört eine solche gesetzliche Beschränkung der Verpflichtungen des Aktionärs zu den Ausnahmen. Nur West-Virginia erlaubt ausdrücklich die Aktienemissionen unter pari; in verschiedenen anderen Staaten wurde in Ausnahmefällen eine Befreiung von der Vollzahlung gestattet, sei es durch ein allgemeines Gesetz, sei es durch spezielle legislative Akte in besonderen Fällen.

In den Fällen, wo die Strenge des Aktiengesetzes dem Bahnbau in neuen Gebieten hinderlich war, umgingen die Eisenbahngesellschaften häufig den wörtlichen und sinngemäßen Gesetzesinhalt, wobei ihnen zustatten kam, daß gerade diese große Strenge der Gesetze die vollziehende Gewalt von rigoroser Anwendung abhielt.

In einigen Fällen verleiteten die Staatsgesetze direkt zur Umgehung, indem sie es ausdrücklich dem Urteil der Direktoren überließen, zu entscheiden, welche Einlagen als ein geeignetes Äquivalent für die Barzahlung auf Aktien anzusehen seien. Die Gesellschaften waren dadurch in der Lage, es so darzustellen, als ob ihr Kapital voll in bar eingezahlt sei, wenn dies in Wirklichkeit gar nicht der Fall war. Bisweilen wurden Aktien von den Gründern einer Gesellschaft zur Selbstübernahme ausgegeben, als Entgelt für ihre Dienste bei Organisation und Verwaltung der Gesellschaft. Außerdem wurden Aktien ausgegeben als Entgelt für Wegerechte oder andere Formen des Entgegenkommens beim Bau einer neuen Linie, häufig ohne Rücksicht auf den effektiven Wert der empfangenen Gegenleistung.

Alle diese Maßnahmen führten eine allmähliche immer stärkere Verwässerung des Kapitals der Eisenbahngesellschaften herbei, die in ihren Einzelheiten später noch genauer zu behandeln sein wird.

Wenn die Gesellschaften namhafte Gewinne erzielten, waren sie imstande, Dividenden auf ihr ausstehendes Aktienkapital auszuschütten. Falls diese Reingewinne bescheiden ausfielen, griffen die Leiter der Gesellschaften häufig zu dem Mittel der Papierdividende.

Leider gehen die Statistiken über das amerikanische Eisenbahnwesen nicht so weit zurück, um die durchschnittliche Höhe der gezahlten Dividenden für frühere Zeiten feststellen zu können. Für die Jahre 1878—1887 berechnet sich nach Poor's Manual die Durchschnittsdividende aller Eisenbahnaktien auf folgende Höhe:

1878: 2,34%
1879: 2,57 „
1880: 2,84 „
1881: 2,93 „
1882: 2,91 „
1883: 2,75 „
1884: 2,48 „
1885: 2,02 „
1886: 2,04 „
1887: 2,18 „

Von 1888 an stehen uns dann die Angaben der Interstate Commerce Commission zur Verfügung, die auch den Prozentsatz der Dividenden zahlenden Shares und die durchschnittliche Höhe der hierauf ausgeschütteten Dividende erkennen lassen. Es ergibt sich daraus folgendes Bild:

Jahr	Von allen ausstehenden Aktien zahlten Dividende	Durchschnittliche Höhe der gezahlten Dividende	Durchschnittliche Dividende auf alle ausstehenden Aktien
1888	38,56%	5.38%	1,67%
1889	38,33%	5,04%	1,59%
1890	36,24%	5,45%	1,86%
1891	40,36%	5,07%	2,01%
1892	39,40%	5,35%	1,98%
1893	38,76%	5,58%	2,04%
1894	36,57%	5,40%	1.90%
1895	29,94%	5,74%	1,57%
1896	29,83%	5,62%	1,51%
1897	29,90%	5.43%	1,49%
1898	33,74%	5,29%	1,70%
1899	40,61%	4,96%	1,88%
1900	45,66%	5,23%	2,17%
1901	51,27%	5,26%	2,48%
1902	55,40%	5,55%	2,82%
1903	56,06%	5,70%	2,97%
1904	57,47%	6,09%	3,14%
1905	62,84%	5,78%	3,30%
1906	66,54%	6,03%	3,60%
1907	67,27%	6,23%	4,01%
1908	65,69%	8,07%	4,03%
1909	64,01%	6,53%	3,80%

Die auf Stammaktien gezahlte Dividende hat in Amerika eine andere Bedeutung als in Europa. Denn speziell die amerikanischen Bahnen verfolgen, sobald sie einmal Dividenden zahlen, die Politik, von dem dann erreichten Dividendenniveau möglichst nicht wieder herabzugehen. Sollte die Bahngesellschaft durch besondere Umstände Gewinne erzielen, die einen einmaligen Nutzen darstellen oder die sie fürchtet, in den folgenden Jahren nicht wieder erzielen zu können, so läßt sie diesen Gewinn in Form einer »Extradividende« ihren Aktionären zugute kommen. Diese Extradividenden können oft eine erhebliche Höhe haben. So ließ z. B. die Northern Pacific im Jahre 1908 eine ihrer Tochtergesellschaften, die Northwestern Improvement Company, eine Dividende von 629 % erklären. Da die Aktien dieser Gesellschaft im Besitze der Northern Pacific waren, konnte diese ihre Aktionäre an dieser besonderen Einnahme durch eine Extradividende von 11,26 % teilnehmen lassen. Vielfach gehen dividendenzahlende Gesellschaften bei erhöhten, regulären Einnahmen nicht ohne weiteres

zu einer Erhöhung ihrer regelmäßigen Dividende über. Sie erklären dann eine Extradividende, vielleicht sogar mehrere Male, um diese dann später, sobald sie die Gewißheit haben, daß die Erhöhung ihrer Einnahmen anhält, der regulären Dividende zuzuschlagen.

Da sich im Laufe der Jahre die finanziellen Verhältnisse der amerikanischen Eisenbahngesellschaften stärkten nnd die anfänglich in der Finanzierung begangenen Fehler mehr und mehr gemieden wurden, hat sich die Rentabilität der Aktien nicht auf ihrer alten Höhe halten können und ist allmählich gesunken. In wie starkem Maße dies der Fall war, zeigt die folgende Tabelle, die für 9 erstklassige Eisenbahnaktien den Durchschnittskurs, die Dividende und die Rentabilität für die Jahre 1872, 1882, 1892, 1901, 1911 angibt. (Vgl. Tabelle Seite 66.)

Die starke Steigerung des Ertrages der Aktien zwischen 1901 und 1911 läßt sich wohl dadurch erklären, daß in letzterem Jahre der Geldmarkt andauernd ziemlich angespannt war und daß in den letzten Jahren das Streben nach höherer Rentabilität allgemein die Kurse, auch die der Staatsanleihen, beeinflußt hat. Diese Steigerung aus einer Verschlechterung der finanziellen Verhältnisse der Gesellschaften abzuleiten, ist wohl kaum angängig, wäre auch schon der starken Zunahme der durchschnittlichen Dividende in dieser Periode halber ganz unberechtigt.

Wie in allen Ländern dürfen auch in Amerika die Aktiengesellschaften ihr Kapital erhöhen. Manche Einzelstaaten haben hierbei jedoch einschränkende Bestimmungen getroffen. New York verlangt z. B., daß eine Erhöhung des Aktienkapitals höchstens um $ 10000 pro Meile vorgenommen werden darf. Alabama begrenzt die Summe, um die das Kapital vermehrt werden darf, auf $ 10000000 bei jeder Kapitalserhöhung. Pennsylvania dagegen setzt nur fest, daß die Gesamtsumme aller Aktien nicht höher sein darf als $ 150000 pro Meile. Ähnlich verlangt Arkansas, daß der Nennwert aller ausstehenden Aktien nicht höher sein soll als der schätzungsweise Kostpreis der Bahn.

Gewöhnlich wird die Erhöhung des Aktienkapitals vorgenommen, um Mittel für die Verbesserung und den weiteren Ausbau der Bahn zu erlangen.

In früheren Jahren war dieser Zweck der Kapitalserhöhung jedoch häufig nur ein Vorwand der Gesellschaft, um einer Bestimmung zu entgehen, die viele Staaten aus der englischen Gesetzgebung übernommen hatten. Um sich nämlich einen gewissen

Name der Bahn	1872			1882			1892			1901			1911		
	Kurs	Divid.	Ertrag	Kurs	Divid.	Ertrag	Kurs	Divid.	Ertrag	Kurs	Divid.	Ertrag	Kurs	Divid.	Ertrag
Chicago, Burlington & Quincy Common Stock	$135^{5}/_{8}$	10	7,3	$130^{3}/_{4}$	8	6,1	$102^{13}/_{16}$	5	4,8	169	5	2,9	$148^{1}/_{2}$	7	4,7
Chicago, Milwaukee & St. Paul Pref. St.	$77^{5}/_{8}$	7	9	$129^{3}/_{8}$	7	5,4	$124^{3}/_{16}$	7	5,6	$187^{1}/_{2}$	7	3,7	200	8	4
Chicago & Nordwestern Pref. St.	$92^{15}/_{15}$	7	7,5	$155^{1}/_{8}$	$7^{3}/_{4}$	4,9	$142^{5}/_{8}$	7	4,9	$225^{7}/_{8}$	7	3	200	8	4
Chicago, Rock Island & Pacific Ry. Comm. St. . .	$109^{7}/_{16}$	8	7,3	$131^{1}/_{8}$	7	5,3	$84^{7}/_{8}$	4	4,7	$145^{11}/_{16}$	5	3,4	werden nicht mehr notiert		
Illinois Central Comm St. .	$128^{1}/_{2}$	10	7,7	$139^{1}/_{8}$	7	5	$104^{3}/_{4}$	5	4,7	$139^{3}/_{8}$	6	4,3	$139^{1}/_{2}$	7	5
Lake Shore & Michigan So. Comm. St.	$90^{7}/_{8}$	8	8,8	$108^{3}/_{8}$	8	7,3	$130^{1}/_{4}$	$6^{1}/_{2}$	4,9	$292^{1}/_{2}$	7	2,3	350	18	5,1
Michigan Central Comm. St.	$116^{1}/_{4}$	10	8,6	91	—	—	$109^{1}/_{8}$	$5^{1}/_{2}$	5	$143^{5}/_{8}$	4	2,7	190	6	3,1
New-York Central & Hudson River Comm. St. . . .	$95^{7}/_{16}$	8	8,3	$130^{11}/_{16}$	8	6,1	$113^{3}/_{16}$	$5^{1}/_{4}$	4,6	$151^{15}/_{16}$	5	3,2	$107^{11}/_{16}$	$5^{1}/_{4}$	4,8
Pittsburg, Fort Wayne & Chicago Comm. St.	$95^{1}/_{8}$	7	7,3	$134^{1}/_{2}$	7	5,2	$153^{1}/_{2}$	7	4,5	$191^{3}/_{4}$	9	4,6	$166^{3}/_{4}$	7	4,2
		8,3	7,9		7,4	5,0		5,8	4,8		6,1	3,3		8,25	4,3

Einfluß auf die Finanzverwaltung der Bahnen zu bewahren, trafen sie die Bestimmung, daß eine Ermäßigung des Tarifs eintreten müsse, sobald sich die Erträgnisse einer Bahn auf mehr als 10 % des Anlagekapitals belaufen. Dagegen halfen sich dann die Bahnen, indem sie unter dem Vorwand der Verbesserung, z. B. des Baus einer kleinen Nebenstrecke, ihr Aktienkapital unverhältnismäßig stark erhöhten und dadurch ihr prozentuales Erträgnis verminderten.

Wenn es sich aber wirklich um vorzunehmende Verbesserungen handelt, muß die Bahnverwaltung sich stets fragen, ob die Aktienausgabe das hierzu geeignetste Mittel ist. Denn drei weitere Möglichkeiten stehen ihr zur Verfügung, um sich das zu einem solchen Zweck erforderliche Geld zu verschaffen. Zunächst können die notwendigen Beträge aus dem Überschuß gezahlt werden, ferner kann die Bahn sich durch Aufnahme eines Kredits oder Darlehens bei Banken oder durch Emission von Schuldverschreibungen bei dem Anlagepublikum Geld verschaffen und schließlich kann sie mehrere der genannten Mittel auf einmal anwenden.

Eine gut geleitete, ertragsfähige Gesellschaft wird natürlich versuchen, die notwendigen Verbesserungen allein aus ihren Überschüssen zu bezahlen. Da aber die Aktionäre mit dieser Politik auf die Dauer wohl nicht einverstanden sein werden, da die Dividende dadurch geschmälert wird oder ganz wegfällt, muß die Gesellschaft dann noch eines der genannten anderen Mittel zu Hilfe nehmen.

Die Bahnen lassen sich dann in den meisten Fällen einen Kredit einräumen oder ein kurzfristiges Darlehen gewähren, das zeitweise eine recht bedeutende Höhe erlangen kann. Um diese »Loans« zurückzahlen zu können, ist es meist nötig, später Obligationen zu schaffen und diese zum Verkauf zu bringen. Da es oft schwer wird, in Krisenzeiten die Geldmittel zur Rückzahlung solcher Loans aufzubringen, können derartige Darlehen der Bahn leicht Schwierigkeiten bereiten, ja sie sogar zum Konkurse führen, wenn sie bei ihren Dispositionen die Begleichung dieser Schuld nicht stets im Auge behält.

Worin bestehen nun die Vor- und Nachteile der Aktienausgabe?

Da bei einer Erhöhung des Aktienkapitals die Besitzer älterer Aktien gewöhnlich das Vorrecht haben, von den neuen Aktien so viele zu beziehen, daß das Verhältnis ihres Aktienbesitzes zum

Gesamtaktienkapital das gleiche bleibt wie vor der Erhöhung, so besteht für die Gruppe der Aktionäre, die die Kontrolle über eine Gesellschaft in Händen hat, nicht die Gefahr, daß diese ihr durch eine bedeutende Kapitalserhöhung unversehens entrissen werden kann. Diese alten Aktionäre werden also der Kapitalserhöhung keine Schwierigkeiten in den Weg legen und, falls dies zur Erhaltung der Kontrolle nötig sein sollte, die jungen Aktien auf ihren Besitz beziehen. Aber ganz abgesehen von den Kontrollverhältnissen werden sie die jungen Aktien auch dann gerne nehmen, wenn die Gesellschaft befriedigende Erträgnisse liefert und das Angebot der neuen Aktien zu einem attraktiven Preise erfolgt. Selbst wenn sie momentan nicht die flüssigen Mittel zur Bezahlung der neuen Aktien zur Hand haben sollten, können sie ihr Bezugsrecht doch ausüben, da sie sich ja gegen Hinterlegung ihrer Shares den benötigten Betrag leicht entleihen können.

Aber nicht nur die Aktionäre werden durch die Erhöhung des Aktienkapitals nicht direkt geschädigt, sondern auch — und dies ist der Hauptvorzug der Aktienausgabe — die Gesellschaft vermehrt durch sie nicht ihre festen Lasten. Denn die Ausschüttung einer Dividende steht gänzlich im Belieben der Gesellschaft und bildet keine obligatorische Verpflichtung, welche allein eine Gesellschaft zur Insolvenz führen kann.

Drei Wege gibt es, auf denen infolge von Aktienausgabe Geld zu erhalten ist:

1. Durch Verkauf von Aktien, deren Ausgabe bereits autorisiert, aber noch nicht erfolgt ist,

2. durch Einrufung von Zahlungen auf ausgegebene, aber noch nicht volleinbezahlte Aktien, und

3. durch Ausgabe neuer Aktien.

Die Methode, einen größeren Betrag Aktien zu autorisieren und die Ausgabe dann nach und nach, den Bedürfnissen der Gesellschaft entsprechend, vorzunehmen, hat den Nachteil, daß die Direktoren dann jederzeit imstande sind, die autorisierten Aktien ohne zwingenden Grund auf den Markt zu bringen und so den Kurs der alten Aktien zu gefährden. Außerdem ist eine solche Autorisation für zukünftige Zwecke meistens nicht nötig, da ja der Gesellschaft jederzeit das Recht zusteht, ihr Aktienkapital zu erhöhen.

Die zweite Frage wäre die, ob die Vollzahlung aller Aktien empfehlenswert ist. Hier besteht bei jeder Forderung einer Nachzahlung die Gefahr, daß dann viele Aktionäre sich ihrer Aktien

entledigen müssen, weil sie nicht in der Lage sind, die Einzahlung zu leisten.

Bei der Ausgabe neuer vollbezahlter Shares ist dann zunächst die Frage zu erörtern, ob Stamm- oder Vorzugsaktien zur Emission gelangen sollen. Die Entscheidung hierüber hängt von den jeweiligen Umständen ab.

Obwohl die Aktienausgabe also, im allgemeinen gesprochen, für die Eisenbahngesellschaften das empfehlenswerteste Mittel zur Beschaffung von Geldmitteln ist, läßt es sich doch häufig, ja sogar meistens, infolge der Lage des Geldmarktes oder aus sonstigen Gründen nicht vermeiden, auch die anderen genannten Mittel anzuwenden.

Wenn das Aktienkapital einer Gesellschaft erhöht wird, erhalten die Aktionäre, wie bereits bemerkt, das Vorrecht, neue Aktien auf Grund und pro rata ihres Besitzes an älteren Aktien zu einem bestimmten Preise, der sich meistens unter dem Marktpreise hält, zu beziehen. Dieses Vorrecht, für welches in Deutschland der Ausdruck Bezugsrecht gebraucht wird, wird in Amerika mit »Rights« bezeichnet. Wenn die alten Aktionäre von diesem Vorrecht keinen Gebrauch machen wollen, können sie ihre Rights verkaufen, vorausgesetzt, daß diese einen Wert besitzen. Meistens wird der Kurs solcher Rights an der Börse notiert. Der Wert eines solchen Bezugsrechts ist leicht zu berechnen. Hat z. B. der Besitzer von 5 Aktien, deren Kurs 150 ist, das Recht 3 neue Aktien zum Kurse von 120 zu beziehen, so ist der Wert des Bezugsrechtes gleich der Differenz zwischen dem Durchschnittspreis dieser 8 Aktien und dem Kurse der alten Aktien. Ersterer beträgt 138,75, letzterer 150. Der Wert des Bezugsrechtes ist also 11,25 % des Nennbetrags jeder Aktie. Der Kurs des Bezugsrechtes richtet sich sowohl nach Angebot und Nachfrage, als auch nach dem Kurse der alten Aktien, da ja natürlich jede Veränderung desselben den Wert des Bezugsrechtes beeinflußt.

Man kann diese Bezugsrechte auch als eine Art Dividende ansehen, die der Besitzer einer alten Aktie durch die Ausgabe neuer Aktien erhält. Verkauft er nämlich das Bezugsrecht, so erhält er einen Geldbetrag gerade wie bei Ausschüttung einer Dividende, behält er es aber und bezieht die jungen Aktien, so kann er den Teil der Aktien, welcher der Höhe des Bezugsrechts entspricht, als eine Papierdividende betrachten. Auch die Bewegung des Kurses einer Aktie bei Ausgabe junger Aktien ist die gleiche, wie bei Erklärung und Ausschüttung einer Dividende.

Denn die Kapitalserhöhung, welche den Aktionären ein gewinnbringendes Bezugsrecht sichert, steigert den Kurs der Aktien ebenso wie die Aussicht auf die Erklärung einer hohen Dividende. Sind dagegen die Bezugsrechte durch Verkauf der Rights oder durch Bezug neuer Aktien ausgeübt, so sinkt der Kurs der Aktien um den Wert der Rights, genau wie wenn eine Dividende von dieser Höhe abgegangen wäre.

Die fast unbeschränkte Macht der Eisenbahngesellschaften, ihr Aktienkapital jederzeit nach Belieben zu erhöhen, hat in den Vereinigten Staaten zu den schwersten und schädlichsten Mißbräuchen geführt. Denn man scheute sich nicht, Kapitalserhöhungen vorzunehmen, wenn auch das Eigentum der Gesellschaft diese Steigerung der Kapitalisation nicht im geringsten rechtfertigte. Durch derartige Transaktionen wurde das Kapital der Eisenbahngesellschaften häufig in beträchtlichem Maße verwässert, und obwohl man sich bereits seit längerer Zeit bemüht, dieses »Wasser« wieder zu entfernen, ist dies doch bis heute noch nicht im entferntesten gelungen.

Zu Verwässerungen des Kapitals führten namentlich sechs verschiedene Ursachen. Diese sind nach van Oss:

1. Die betrügerische Ausgabe von Shares und Bonds;
2. die Bezahlung zu hoher Beträge für die Ausführung des Eisenbahnbaues;
3. der Ankauf von Zubehör zu übertrieben hohen Preisen;
4. der überflüssige Ankauf von Konkurrenzlinien;
5. der Verkauf von Shares und Bonds unter pari;
6. die Erklärung von Papierdividenden.

Die erstgenannte Art war die schlimmste, da hierbei Sekuritäten verkauft wurden, deren Höhe in keinem Verhältnis zu den Aktiven der Gesellschaft stand. So hat z. B. die Erie RR. in 5 Jahren von 1868—1872 ihr Kapital von $ 17000000 auf $ 78000000 erhöht, ohne daß die Entwicklung der Bahn selbst diese Steigerung rechtfertigte. Diese ganze Manipulation hatte nur den Zweck, die Spekulationen zweier Personen zu begünstigen, die auch wirklich hierdurch große Gewinne erzielen konnten. Diese beiden waren Fisk und Gould.

Das Aktienkapital wurde aber nicht nur durch ungerechtfertigten Verkauf neuer Aktien in kurzer Zeit bedeutend erhöht, sondern auch durch Hergabe von Aktien als Zugabe oder Bonus. Auf diese Weise haben sich namentlich die Gründer und Förderer von Gesellschaften ihre Mühe und Arbeit bezahlen lassen. Um

ferner einen besseren Absatz für Bondsemissionen zu schaffen, wurden oftmals, besonders während der großen Zeit der Bahnentwicklung von 1853—1857, 1869—1872 und 1879—1882, den Käufern der Bonds Aktien als Bonus gegeben, um diese an späteren Gewinnen der Bahn zu interessieren. Die Missouri, Kansas and Texas RR. verfügte so z. B. über $ 21400000 Aktien, die sie als Bonus für die Übernahme von Bonds verwendete. Allmählich hat diese Art der Verwässerung aber abgenommen, ja der Report der Railroad Securities Commission behauptet sogar, daß die Reorganisation der Chicago and Alton Bahn der einzige in den letzten 10 Jahren bekannt gewordene Fall sei, wo dem Publikum eine große Aktienemission angeboten wurde, die lediglich auf Eskomptierung von Zukunftschancen basiert war.

Kaum weniger schlimm ist die zweite Art der Verwässerung, welche in diesem Falle dadurch entstand, daß die Gesellschaft übermäßig hohe Preise für den Bau von Bahnstrecken zahlte. Dies wurde durch die Gründung von sogenannten Contracting oder Construction Companies ermöglicht. In manchen, allerdings seltenen Fällen, wurde eine solche Gesellschaft von der Firma gegründet, die mit dem Bau der Bahn betraut worden war. Viel häufiger wurde aber die Baugesellschaft von der Eisenbahngesellschaft selbst ins Leben gerufen. Die Stellung einer solchen Gesellschaft schildert Liefmann ungefähr folgendermaßen:

Die Baugesellschaft muß zunächst mit einem Bauunternehmer kontrahieren. Die Gesellschaften finanzieren dann auch den Bau, weil die Baufirma manchmal nicht imstande ist, ihn mit eigenen Mitteln oder Bankkredit zu vollenden. Diese Baugesellschaften sind daher zunächst Kreditgesellschaften, die der Baufirma wie ein Bankier Kredit geben. Sie werden aber zu Effektensubstitutionsgesellschaften, wenn sie für ihre Finanzierung des Baues Effekten der im Entstehen begriffenen Eisenbahn erhalten. Sie finanzieren dann nicht die Eisenbahngesellschaft, aber bei diesem auf der Succesivgründung beruhenden Verhältnis zwischen einer solchen und einer den Bau selbst übernehmenden oder nur finanzierenden Gesellschaft braucht die Bahngesellschaft als solche auch gar nicht finanziert zu werden. Es werden dann eben von der Bau- bezw. Finanzierungsgesellschaft Sacheinlagen gemacht und dafür Aktien der Bahn ausgegeben, welche die Finanzierungsgesellschaft naturgemäß später zu Geld machen zu können erwartet, aber die sie einstweilen als Bezahlung für ihr eigenes hingegebenes Kapital in Besitz hält.

Gewöhnlich spielte sich die Geschichte einer solchen Gesellschaft ungefähr folgendermaßen ab:

Die Leiter der Eisenbahngesellschaft begründeten eine Baugesellschaft, deren Leitung sie Leuten aus ihrer Mitte anvertrauten, wobei sie natürlich den Wunsch hegten, einen möglichst hohen Gewinn für sich herauszuschlagen.

Es wurde gewöhnlich ungefähr folgende Übereinkunft getroffen. Die Baugesellschaft baute die Bahn und erhielt dafür 80—100% des Nominalwertes der ausgegebenen Bonds, gesichert durch 1. Hypothek, den gleichen Betrag Aktien und manchmal auch einen Betrag Bonds, gesichert durch 2. Hypothek.

Die Baugesellschaft verfügte über diese Bonds teils durch Verkauf an das Publikum unter Vermittlung von Banken zu einem höheren Kurs, als der ihr in Anrechnung gebrachte, teils durch Benutzung der Bonds zur Bezahlung des aufgewendeten Materials.

Nachdem sie die ihr überlassenen erststelligen Bonds gewinnbringend verwertet hatte, mußte sie darauf bedacht sein, die ihr noch verbleibenden Aktien und zweitklassigen Obligationen in ihrem Wert zu steigern. Wenn dann der Markt, vielfach durch die Manipulationen der Leiter der Bahn und Baugesellschaft, die ja großenteils identisch waren, für die Aufnahme dieser Effekten gut vorbereitet erschien, wurden die Effektenbestände der Contracting Company abgestoßen, und in den meisten Fällen konnte hierbei wohl ein ganz beträchtlicher Gewinn erzielt werden.

Auf diese Weise wurden sehr viele der amerikanischen Bahnen gebaut; besonders die Überlandbahnen bedienten sich solcher Mittel in ausgedehntem Maße.

Obwohl, so erzählt van Oss, ein Bauunternehmer den Bau der South Pennsylvania RR. für $ 6 500 000 auszuführen bereit war, gründete doch Vanderbilt, der Leiter dieser Bahngesellschaft, eine Construction Company, an deren Spitze er einige seiner Angestellten, die gänzlich von ihm abhängig waren, stellte. Diese Gesellschaft erhielt für den Bau $ 15 000 000, während den Kapitalisten, die dieses Geld zur Verfügung stellten, $ 40 000 000 Shares und Bonds überlassen wurden, so daß für jeden Dollar tatsächlicher Baukosten über 6 Dollar Aktien und Obligationen ausgegeben wurden.

Eine sehr interessante Berechnung über den Gewinn an Baukosten, der bei der Union Pacific erzielt wurde, stellt Ripley auf*):

---

*) Diese Aufstellung gibt nicht genau die von Ripley auf Seite 95 seines Buches »Railway Problems« angeführten Zahlen wieder, da dem Verfasser dort einige unbedeutende Rechenfehler unterlaufen zu sein scheinen.

Aus den Büchern der Union Pacific und des Crédit Mobilier of America, der von ersterer gegründeten Baugesellschaft, geht hervor, daß die von der Union Pacific direkt getragenen Spesen $ 9746683.33 betrugen und sich die weiteren Ausgaben laut den Verträgen auf $ 50720957.94 beliefen, so daß der Bau der Strecke im ganzen $ 60467641.27 kostete. Diese Summe ist mit dem Erlös der zur Bestreitung der Baukosten ausgegebenen Bonds zu vergleichen. Es wurden nun folgende Beträge Bonds emittiert, von deren Nennwert das Disagio abzuziehen ist, um den Erlös zu erhalten:

	I. Mtge. Bds.	Land grant Bds.	Government Bds.	Income Bds.
	$ 27 213 000.—	10 400 000.—	27 236 512.—	9 355 000.—
Disagio	3 494 991.23	4 336 007.96	91 348.72	2 818 400.—
Erlös	$ 23 718 008.77	6 063 992.04	27 145 163.28	6 536 600.—

Es wurden im ganzen erlöst	$ 63 463 764.09
Die Bahn hatte gekostet	„ 60 467 641.27
Der Erlös der Bonds überstieg die Baukosten also um . .	$ 2 996 122.82

Zu dieser Summe muß noch der Betrag addiert werden, den die Union von der Central Pacific für die Strecke zwischen Promontory, dem Punkt, an dem sich die Strecken der beiden Gesellschaften trafen, und dem heutigen Endpunkt der Union, einige Meilen westlich von Ogden, erhielt. Für diese Strecke, einige 50 Meilen, erhielt die Union den Betrag von $ 2 698 620. Dadurch steigert sich der bare Reingewinn am Bau auf $ 5 694 742.82.

Eigentlich müßte zu dieser Summe noch der Wert der gesamten ausgegebenen Aktien hinzugerechnet werden. Dieser läßt sich aber schwer bestimmen. Die Leiter der Gesellschaft glaubten, daß 30% eine angemessene Bewertung darstelle. Aber der Kurs ist oft über diesen Punkt hinaus gestiegen und andererseits auch schon auf 9% gesunken. Nimmt man trotzdem die obige Bewertung von 30% an, so repräsentieren die ausgegebenen Aktien einen Wert von $ 11 028 690.

Dadurch erhöht sich der Baugewinn auf $ 16 723 432,82.

Diese Summe stellt ungefähr 27½% der wirklichen Baukosten dar und repräsentiert einen Gewinn von $ 16 017.69 per Meile. In Anbetracht der damaligen Zustände findet Ripley diesen Gewinn nicht übermäßig hoch.

Nahe verwandt mit der eben beschriebenen Ursache der Verwässerung ist auch die, daß für die Bezahlung von Ankäufen

anderer Art viel mehr Effekten ausgegeben wurden, als der Wert der gekauften Objekte rechtfertigte. So soll z. B. die Coal and Iron Company der Reading RR. Co von dieser zu einem Preise angekauft worden sein, der den inneren Wert jener Gesellschaft um das Doppelte überstieg.

Es kam auch häufig vor, daß die Leiter einer Gesellschaft für eigene Rechnung Käufe vornahmen, und dann an die Gesellschaft zu einem viel höherem Preise weiterverkauften.

Für eine Eisenbahngesellschaft bedeutete die Eröffnung einer Konkurrenzlinie eine große Gefahr. Um dieser zu entgehen, mußte sich die Gesellschaft oft entschließen, die Konkurrenzlinie selbst zu kaufen, um sie so unter eigene Regie zu bekommen. Diese Zwangslage der einen Gesellschaft machte sich die andere oft zunutze, ja sie steigerte sie wenn möglich noch durch Tarifermäßigungen und ähnliche Mittel so weit, daß sich die gefährdete Bahn nicht anders helfen konnte, als die Konkurrenzlinie zu kaufen, obwohl sie diese meist sehr teuer bezahlen mußte. Nur um diesen Gewinn zu erzielen, wurden viele Gesellschaften gegründet, die also allein den Zweck hatten, andere Gesellschaften solange zu schädigen, bis diese sich zum Ankauf entschlossen. Durch die Bezahlung hoher Preise wurde natürlich eine Verwässerung des Kapitals der kaufenden Bahn erzeugt, die aber in vielen Fällen gar nicht zu vermeiden war, wenn die Bahn sich nicht selbst zum Konkurse bringen wollte.

Die häufigste Ursache der Verwässerung, die auch heute noch in weitem Maße auftritt, ist die Ausgabe von Shares unter pari und der Verkauf von Obligationen mit Disagio. Dieses Verfahren ist kaum zu verurteilen, da bei Beginn der Eisenbahnperiode für die Hergabe von Kapital für Eisenbahnfinanzierungen ein besonderer Anreiz geboten werden mußte. Auch heute ist es noch gang und gäbe, daß Gesellschaften und sogar die Staaten, die ohne Schwierigkeiten Kredit erhalten können, Obligationen unter pari verkaufen. Auch die von den Vereinigten Staaten eingesetzte Railroad Securities Commission ist nicht der Ansicht, daß der Verkauf von Aktien unter pari verboten werden soll. Der von dieser verfaßte Bericht äußert sich hierüber folgendermaßen: »Oberflächlich betrachtet scheint es, als ob die Forderung, keine Aktien unter pari abzugeben, ein Fundamentalprinzip gesunder Finanzwirtschaft sei. Und es ist auch in der Tat so, wenn die Durchführung dieses Prinzips zur Folge hat, daß Aktien nicht unter pari ausgegeben werden. Es wird aber gerade das

Gegenteil erreicht, wenn sie dazu führt, daß Bonds mit Disagio ausgegeben werden. Wenn es einer Bahn, deren Aktien aus irgendeinem Grunde unter pari stehen, verboten ist, Aktien unter pari zu emittieren, so heißt das, daß sie ihr ganzes Geld durch Bonds aufbringen muß. Sie ist gezwungen, sich immer mehr und mehr zu verschulden. Je schlechter die finanzielle Position der Bahn, um so größer ist der Zwang, und um so höher werden die Zinslasten auf die Bonds. Die schwächeren Bahnen zu zwingen, ihre jetzige Politik der Ausgabe festverzinslicher Obligationen weiter zu befolgen (weil sie nicht imstande sind Aktien zu pari anzubringen), könnte binnen kurzem dazu führen, daß durch eine große Zahl von Konkurserklärungen die nächste Panik verschärft und die darauffolgende geschäftliche Depression verlängert wird.«

Diese Handlungsweise mußte natürlich eine große Differenz zwischen dem Nennbetrag und dem Marktwert der Eisenbahnwerte erzeugen. Im Februar 1901 beauftragte der Senat der Vereinigten Staaten die Interstate Commerce Commission, diese Differenz für das Jahr 1899—1900 zu ermitteln. Die Commission kam in ihrem Bericht zu dem Resultat, daß nominal $ 10 911 968 970.— ausstehende Eisenbahnwerte im Jahre 1900 einen durchschnittlichen Marktwert von $ 8 351 103 523.— hatten. Die Kommission gibt selbst zu, daß sie diese Zahlen nicht für ganz richtig hält und erklärt, daß sie für nominal $ 812 066 859 Eisenbahnwertpapiere den Marktwert nicht hätte ermitteln können. Die angegebene Differenz der beiden Werte stellt ein Disagio von ca. $ $23^1/_2$% dar.

Auch die schließlich noch zu erwähnende Ursache der Verwässerung des Kapitals durch Papierdividenden ist noch nicht ganz verschwunden.

Wenn die Leitung einer Gesellschaft nicht imstande war, eine Bargelddividende zur Verteilung zu bringen, aber Grund zu einer Ausschüttung an die Aktionäre zu haben glaubte, griff sie zu dem Ausweg, einen Bonus in Gestalt neuer Aktien als Dividende zu gewähren. Diese Dividenden wurden meist mit der Behauptung gerechtfertigt, daß die Gesellschaft früher erzielte Gewinne investiert habe, anstatt sie unter die Aktionäre als Dividende zu verteilen, und daß der Bonus daher nur den Aktionären das zurückgebe, was die Bahn ihnen eigentlich schulde. Aber diese Summen wurden investiert, entweder, um Abnutzung oder veraltete Anlagen wieder gut zu machen, oder als wirklicher Vermögenszuwachs. In ersterem Falle liegt keine Berechtigung vor, das Ka-

pital zu erhöhen; im letzteren gibt jede derartige Vermehrung zu der Behauptung Anlaß, daß die Verfrachter für die Verbesserung der Bahnanlagen besteuert worden sind und die Aktionäre sich das Resultat angeeignet haben.

Viele Dividenden in Form von Aktien haben aber besonders in früheren Jahren tatsächlich eine Werterhöhung des Besitztums dargestellt, für die weder Aktionäre noch Verfrachter bezahlt hatten, sondern die einfach der Voraussicht der Verwaltung bei der Organisation und Linienwahl zu danken war. Unter diesen Umständen mag eine Dividende in Aktien, diese Werterhöhung vorstellend, gerechtfertigt gewesen sein; es ist aber trotzdem weit besser, die Werterhöhung durch eine größere Bardividende auf das bestehende Kapital zu dokumentieren, als durch eine Vermehrung der Aktien.

In diesem Sinne kritisiert auch die Railroad Securities Commission diese Einrichtung, die sie überhaupt abgeschafft haben will.

Genauer betrachtet ist die Papierdividende gar keine eigentliche Dividende; denn gesetzt den Fall, es gelange eine solche in Höhe von 25 % zur Verteilung, so kann die Gesellschaft in allen folgenden Jahren bei gleichen Einnahmen nur eine um 20 % kleinere Bardividende ausschütten, da ja die als Dividende ausgegebenen Aktien jetzt auch dividendenberechtigt sind und das Kapital um $^1/_4$ größer ist als vordem. Der Aktionär erhält also dann später doch nicht mehr Bardividenden als früher. Andererseits kann er aber durch Verkauf seiner neuen Aktien doch einen Gewinn erzielen, denn nur in den seltensten Fällen wird bei Erklärung einer Aktiendividende der Kurs der Aktien so stark fallen, wie es ihr verminderter innerer Wert eigentlich erfordert. Angenommen, der obige Bonus von 25 % sollte auf eine Aktie erklärt worden sein, deren Kurs 80 % steht, so entspräche dieser Kurs einem solchen von nur 64 % nach der Dividendenverteilung. Meistens hält sich aber der Kurs etwas höher als dieser berechnete Kurs, so daß ein Verkauf der Aktien einen Gewinn bringen kann.

Hierdurch wird den Spekulanten eine sehr weite Betätigungsmöglichkeit gegeben und schon darum ist die Papierdividende zu verurteilen.

Als Beispiel dafür, wie die Aktiendividende sich allmählich eingebürgert hat und selbstverständlich geworden ist, können die in den ersten 22 Jahren von der Baltimore and Ohio RR. gezahlten Dividenden angeführt werden.

Januar	1831	\$ 0,37 ½	Bardividende
„	1832	„ 0,60	„
Juli	1832	„ 0,75	„
Februar	1833	„ 0,75	„
Oktober	1835	„ 2,—	„
„	1841	„ 2,—	„
„	1843	„ 2,—	„
„	1844	„ 2,50	„
„	1846	„ 3,—	(\$ 1 Bardivid., \$ 2 Bonds)
November	1847	„ 3,—	(6% Bonds)
„	1848	„ 3,50	(Papierdividende)
„	1849	„ 5,—	„
„	1850	„ 7,—	„
„	1851	„ 7,—	„
„	1852	„ 7,—	„
Mai	1853	„ 3,—	„

Van Oss führt in seinem Buch das schlimmste Beispiel der Aktiendividende an, nämlich den Anfang 1869 von der New York Central RR. Co. in Höhe von 80% verteilten Bonus. Elf Monate später, im November 1869, wurde diese Gesellschaft mit der Hudson River RR. konsolidiert, bei welcher Gelegenheit eine weitere Aktiendividende von 27% erklärt wurde, während die Aktionäre der Hudson River eine solche von 85% erhielten.

Diese Politik der Kapitalsverwässerung mußte naturgemäß die größten Schäden im Gefolge haben. Die Gesellschaften mußten, um einen Ertrag auf das künstlich in die Höhe getriebene Aktienkapital zu verdienen, ihre Tarife steigern. Und aus dieser Verteuerung resultierten dann die schweren Tarifkämpfe der Bahnen, die den Kredit der Gesellschaften unsagbar schädigten, bis im Jahre 1887 eine Regelung dieser Zustände durch das bekannte Bundesgesetz, the act to regulate the Interstate Commerce, erfolgte.

Da die Zustände ganz unhaltbar waren, mußte es das Ziel der modernen Finanzierungspraxis sein, die Eisenbahngesellschaften soweit wie möglich von diesem »Wasser«, dessen Schäden schwer auf ihnen lasteten, zu befreien. Die Gesetze der Einzelstaaten haben mitgeholfen, diese Arbeit zu fördern.

Die wirksamsten Gesetze hat in dieser Beziehung Massachussetts erlassen. Hier wurde die Verteilung von Aktien als Bonus an die Käufer von Bonds verboten und 1894 ging ein Gesetz durch, die sogenannte Anti-stock-watering-act, die bestimmt, »daß keine Eisenbahngesellschaft — — weder eine Papierdividende er-

klären, noch den Erlös aus Aktienverkäufen unter den Aktionären verteilen darf — — — —«. Dies Gesetz, dessen Handhabung der State Railroad Commission überwiesen ist, hat sehr gute Resultate erzielt.

Überhaupt war es durch die bloße Einsetzung von State Railroad Commissions vielen Staaten gelungen, die Ausartungen der Eisenbahnfinanzierung einzuschränken.

In Texas verordnet ein Gesetz, daß die Verschuldung jeder Bahngesellschaft eine von der Staatseisenbahnkommission bestimmte Grenze nicht überschreiten darf. Diese wird unter Berücksichtigung des Wertes des Eigentums jeder Gesellschaft von der Kommission festgesetzt.

In Minnesota ist der Verkauf von Shares unter pari verboten und jede Kapitalserhöhung muß vor ihrer Durchführung von der State Railroad and Warehouse Commission genehmigt werden.

Einige weitere Staaten üben eine öffentliche Kontrolle über die Kapitalisation der Eisenbahngesellschaften aus.

Es ist aber nicht zweifelhaft, daß die Gesetze des Staates Massachussetts die geeignetsten sind, um die Verwässerung einzuschränken.

Die Bemühungen, die Eisenbahnen allmählich ihres Wassers zu entledigen, haben recht gute Erfolge erzielt. Dies zeigen die folgenden Zahlen, welche die in den verschiedenen Jahren pro Meile ausstehenden Eisenbahnwerte darstellen. Bei dieser Berechnung sind die Aktien und Obligationen von Eisenbahngesellschaften, die wieder im Besitz anderer Eisenbahngesellschaften sind, nicht mit in Betracht gezogen:

1875	standen	demnach	pro	Meile	$ 59 593	Eisenbahnwerte	aus
1885	„	„	„	„	„ 61 400	„	„
1895	„	„	„	„	„ 52 676	„	„
1905	„	„	„	„	„ 51 201	„	„

Dasselbe Bild zeigt auch ein Vergleich der prozentualen Zunahme der Meilen und der Kapitalisation. Während sich die Länge der Bahnlinien von 1875 bis 1885 um 72,38% vergrößert hatte, nahm die Summe der ausstehenden Eisenbahnsekuritäten in derselben Spanne Zeit um 77,61% zu. Von dieser Zeit an macht sich ein Umschwung bemerkbar, so daß die gleichen Zahlen für 1885—1895 41,45% und 21,34%, und für 1895—1905 20,72% und 17,34% lauten. Während sich also früher die Summe der Effekten rascher vermehrte als die Länge der betriebenen Eisenbahnstrecken, hat sich dieses Verhältnis in den letzten Jahrzehnten gedreht.

Dies ist ein sicherer Beweis dafür, daß das »Wasser« allmählich verschwindet.

Eine Beschleunigung dieses Prozesses hofft die Railroad Securities Commission dadurch zu erzielen, daß Aktien ohne Nennwert geschaffen werden.

Wie sich die Kommission die Einführung dieser Neuerung und ihre Erfolge denkt, schildert ihr Bericht ungefähr folgendermaßen: Wir glauben nicht, daß die Beibehaltung der 100 Dollars-Bezeichnung oder irgend einer anderen Dollarbezeichnung im Text der Aktie von wesentlicher Bedeutung ist. Wir sind bereit zu empfehlen, daß das Gesetz die Schaffung von Gesellschaften, deren Aktien keinen Nennwert haben, begünstigt und es den bestehenden Gesellschaften erlaubt, wann immer es ihr Vorteil erfordert, ihre Aktien in Aktien ohne Nennwert umzuwandeln. Nach einer solchen Umwandlung könnten alle jungen Aktien zu einem Preise abgesetzt werden, wie ihn der Verwaltungsrat als wünschenswert betrachtet, mit dem Zwang, die Höhe des Erlöses aus solchen Aktien und die Verwendung desselben zu veröffentlichen; den alten Aktionären müßte man, ausgenommen gewisse Fälle von Reorganisationen oder Fusionen, das Recht einräumen, im Verhältnis ihres Besitzes an alten Aktien, junge Aktien zu beziehen. Von den beiden Alternativen, Aktienemissionen unter pari zu gestatten oder die Schaffung von Aktien ohne Nennwert zu autorisieren, scheint der Kommission die letztere vorzuziehen zu sein. Es ist wohl richtig, daß sie weniger leicht einzuführen sein wird als die andere, weil sie mit bestehenden Geschäftsgebräuchen und Gewohnheiten weniger in Einklang steht; aber sie hat die Kardinaltugend der Genauigkeit. Sie vermeidet die Prätention, daß die derart ausgegebene Aktie mehr ist als eine Anteilsbescheinigung.

Zwei Einwände werden gegen die Schaffung von Aktien ohne Nennwert erhoben:

1. daß deren Ausgabe künstliche Verwässerung ermöglichen würde, insofern als die Schaffung einer übermäßigen Anzahl von Aktien erleichtert würde;
2. daß dadurch eine Teilung der Bahnen in zwei Klassen hervorgerufen würde, d. h. eine solche, deren Aktien einen Nennwert besitzen, und eine zweite, deren Aktien ihn nicht besitzen.

Der zweite dieser Einwände scheint nicht stichhaltig zu sein. Heutzutage sind an der Börse Aktien von $ 100, von $ 50, und

von noch kleinerem Nennwert notiert, und einige wenige Werte sogar, wie die Great-Northern-Ore-Zertifikate, überhaupt ohne Nennwert. In jedem Falle stellt die Notiz der Aktien eben den Preis dar, den das Publikum ihnen als Anteil am Vermögen des Unternehmens beimißt. Die Gefahr einer Verwässerung verdient ernstere Beachtung. Gleichwohl glauben wir, daß sie eher scheinbar als wirklich besteht, weil die Aktionäre darüber wachen werden, daß anderen nicht gestattet wird, Anteile der Vereinigung zu einem anderen als dem Marktpreis zu erwerben, und sie werden ferner wohl nicht zugeben, daß ihnen selbst solche Aktien überlassen werden, zu Preisen, die den Markt ihrer Aktien oder einen anderen Wertbesitz ihrer Gesellschaft ernstlich gefährden könnten. Aktien, sei es mit oder ohne Nennwert, sei es, daß sie zu pari oder darüber oder darunter ausgegeben werden, sollten, ausgenommen in Fällen von Fusion und Reorganisation, in erster Linie den alten Aktionären pro rata angeboten werden.

Die Ausgabe von Aktien ohne Nennwert bietet für Fusion und Reorganisation spezielle Vorteile.

Wo bisher zwei Bahnen fusioniert wurden, deren Aktien verschieden im Kurse standen, war es die Regel, die Differenz durch Ausgabe von Extraaktien der fusionierten Gesellschaft an die Besitzer des höher bewerteten Papieres auszugleichen. Diese Praxis hat immer eine Vergrößerung des Kapitals zur Folge gehabt und konnte dadurch leicht die Veranlassung geben, die neuen Aktien für ein geringeres Äquivalent als ihren Nennwert auszugeben. Die einzige Alternative war, den Nennwert einer der alten Aktienkategorien herunterzusetzen; doch dies bereitete oft ernste Schwierigkeiten, sowohl rein kaufmännisch als auch gesetzlich. Durch das einfache Auskunftsmittel, die Dollarbezeichnung bei den neuen Aktien wegzulassen, kann die Stückzahl den Anforderungen finanzieller Opportunität angepasst werden, ohne die Gefahr, irrige Voraussetzungen hervorzurufen, oder den Verdacht, irgend jemanden unrecht zu tun.

Im Falle einer Reorganisation ist der Vorteil von Aktien ohne Nennwert noch augenscheinlicher. Hier ist die Notwendigkeit und Berechtigung, Geld von den Aktionären zu bekommen, am größten und die Unmöglichkeit, sie zur Zeichnung von neuen Aktien al pari zu veranlassen, am deutlichsten. In solchen Fällen würde wohl dem öffentlichen Interesse gedient und die schnelle Rehabilitierung der Bahnen gefördert, wenn die Konvertierung in eine Aktie ohne Nennwert bei der Stammaktie gefordert und

bei der Vorzugsaktie begünstigt würde; die Zertifikate bilden dann einfach einen Ausweis über die verhältnismäßigen, resp. bevorzugten Ansprüche der Inhaber auf das Gesellschaftsvermögen und auf die jeweils erzielten Gewinne.

Alle diese Erwägungen scheinen mit gleich überzeugender Kraft auf die Werte aller einzelstaatlich konzessionierten Bahnen zu passen, und es wäre daher wohl vorteilhaft, die Gesetze der verschiedenen Staaten so abzuändern, das sie die Ausgabe von Aktien ohne Nennwert vorsehen.

V. Die ersten Arten der Eisenbahnobligationen.

Wie bereits früher dargelegt, stellt die amerikanische Eisenbahnobligation ein Versprechen der Gesellschaft dar, den Nennbetrag der Obligation an einem bestimmten Termin zurückzuzahlen und in der Zwischenzeit Zinsen hierauf in gewisser Höhe und an gewissen Tagen zu vergüten. Die Zahlung dieser Zinsen, ebenso wie die Rückzahlung des Kapitals bei Verfall ist eine Pflicht der Gesellschaft, deren Nichterfüllung die Zahlungseinstellung der Gesellschaft mit den hierfür gesetzlich festgelegten Folgen herbeiführt.

In allen Staaten der Union haben die Bahngesellschaften das Recht, Anleihen aufzunehmen und hiergegen Schuldverschreibungen auszugeben. Dieses Recht ist in den Gesetzen der einzelnen Staaten festgelegt.

Auch über die Maximalhöhe der festverzinslichen Schulden sind verschiedene Bestimmungen getroffen. So darf diese in den Staaten Massachusetts, Connecticut, New York, Pennsylvania, Ohio, Maryland, Idaho, California and Arizona den Betrag des eingezahlten Aktienkapitals nicht überschreiten. In den Staaten Missouri, Arkansas und New Mexico dagegen ist eine Ausgabe derartiger Schuldverschreibungen bis zum Betrage des autorisierten Aktienkapitals zulässig. Außer diesen allgemeinen Bestimmungen haben verschiedene der erwähnten Staaten noch Sonderbestimmungen über die Frage getroffen, so z. B. Pennsylvania, wo die Summe der festverzinslichen Schuldverschreibungen nicht mehr als $ 150000 pro Bahnmeile betragen soll. Während diese letztere Bestimmung eine tatsächliche, wenn auch sehr weitgesteckte Beschränkung der Bahngesellschaft in der Ausgabe von Schuldverschreibungen darstellt, ist dies bei den vorher angeführten Verordnungen nicht der Fall, da es den in Frage kommenden Bahnen ja freisteht, ihr Aktienkapital zu erhöhen und, wo nötig, neue Aktien auszugeben, um dadurch das Recht zu erhalten, ihre Obligationenschuld in entsprechender Weise zu vermehren.

Die ersten Bahnen griffen verhältnismäßig wenig zu dem

Mittel, sich Kredit durch Ausgabe von Schuldverschreibungen zu verschaffen. Rosenthal glaubt, daß die erste amerikanische Eisenbahnobligation erst im Jahre 1838 ausgegeben wurde und zwar von der Camden and Amboy Railroad. Diese Bonds hießen auf dem Londoner Markt »Yankee Rails«. Das beweist jedenfalls, daß sie die ersten in London gehandelten amerikanischen Eisenbahnobligationen darstellen.

Als dann die Unterstützungen der Bahnen durch die Staaten begannen, wurde es mehr und mehr üblich, die Bahnen mit dem aus Bondsverkäufen erzielten Erlös zu bauen, und die Aktien als Bonus zu vergeben. Auch die ältesten Bahngesellschaften, die noch gänzlich mit dem Erlös von Aktien gebaut worden waren, fingen bald an, Obligationen auszugeben, um Verbesserungen vorzunehmen oder ihre Strecken zu erweitern. Denn der Kreis der Kapitalisten, die diese langfristigen Bonds kauften, war ein bedeutend größerer als der der Aktienkäufer. Die Bondsemissionen kleiner Bahnen konnten meist in der Gegend, die die Bahn durchquerte, untergebracht werden, während die größeren Bahngesellschaften an allen bedeutenden Börsenplätzen Amerikas und Europas nach und nach Interessenten für ihre Werte fanden.

Trotz der Gefahren, welche die Ausgabe von festverzinslichen Schuldverschreibungen mit sich bringt, und trotz der Vorteile, welche die Ausgabe von Aktien, wie oben gezeigt, bietet, hat man sich doch immer mehr der Ausgabe von Bonds zugewandt, so daß die Summe der ausstehenden fundierten Schuld 1909 56,05 % des gesamten Eisenbahnkapitals (Aktien plus fundierte Schuld) betrug. Die Gründe für diese Politik sind ungefähr folgende:

Bei Ausgabe junger Aktien haben diese sofort oder nach einer gewissen Zeit den gleichen Anspruch auf Gewinnanteil wie die alten Aktien, während die Besitzer von Obligationen nur einen stets gleichbleibenden Zinsanspruch in beschränkter Höhe besitzen. Infolgedessen können Mehreinnahmen der Bahn nicht den Obligationen, in Form höheren Ertrags, zugutekommen, sie müssen vielmehr in ihrem ganzen Umfang der Gesellschaft und damit den Aktionären verbleiben. Einer gutgehenden Gesellschaft, welche neue Mittel für werbende Anlagen braucht, wird es leicht fallen, sich zu einem mäßigen Zinsfuß das nötige Geld durch Ausgabe von gutgesicherten Obligationen zu verschaffen. Wenn sie dann durch die Verwendung des Erlöses der Obligationen einen Ertrag erzielt, welcher deren Zinserfordernis übersteigt, so kommt dieser Überschuß den Aktionären zugute. Die Leitung einer Gesell-

schaft und deren Aktionäre werden daher in solchen Fällen meist die Ausgabe einer Obligationenanleihe einer Aktienausgabe vorziehen.

Aber auch bei den Gesellschaften, welchen einen Verkauf der Aktien nur unter pari möglich wäre, ist die Ausgabe von Obligationen vorzuziehen, soweit sie ohne Gefahr für die Gesellschaft geschehen kann. Ist dieser niedrige Preis der Aktien dadurch zu erklären, daß längere Zeit hindurch keine Dividende bezahlt wurde, weil der Gewinn, der eigentlich den Aktien hätte zufallen müssen, zur Verbesserung der Bahnanlagen verwendet wurde, so ist die Ausgabe von Obligationen an Stelle von Aktien noch mehr zu empfehlen. Denn in diesem Falle würde der geringe Preis, der für die Aktien erzielt werden könnte, wohl beträchtlich hinter ihrem, durch die Verbesserungen ständig gesteigerten, inneren Werte zurückbleiben. Auch neugegründete Gesellschaften, deren Erträgnis noch nicht feststeht, werden, anstatt Aktien zu schlechten Bedingungen zu verkaufen, vorziehen, Obligationen auszugeben, die ja durch Rückkauf und Tilgung wieder ganz oder teilweise aus der Welt geschafft werden können, sobald für die Aktien infolge günstiger Entwicklung der Gesellschaft höhere Kurse zu erzielen sind.

Leider haben diese Vorteile der Obligationenausgaben die Gesellschaften oft veranlaßt, die Nachteile, die daraus entstehen können, zu vergessen, und daher haben viele Bahnen der übermäßigen Ausgabe von Obligationen ihren finanziellen Zusammenbruch zuzuschreiben.

Obwohl die Bahnen, wie wir gesehen haben, zum großen Teile mit dem Geld der Obligationenbesitzer gebaut worden sind, hat man diesen doch gar keinen Einfluß auf die Verwaltung eingeräumt. Diese verbleibt vielmehr ganz in den Händen der Eigentümer, d. h. der Aktionäre, die ihre Macht zum Schaden der »Bondholders« ausnützen können, ohne daß diese genügende Mittel haben, sich dagegen zu wehren.

Der Nennbetrag der Inhaberbonds beträgt gewöhnlich $ 1000. Die Bahnen entschließen sich nur schwer, Obligationen in kleineren Abschnitten zu emittieren. Denn die hierdurch notwendig werdende Herstellung der vielen einzelnen, auf kleinere Beträge lautenden Stücke erhöht die Kosten des Druckes ganz gewaltig. Die amerikanischen Wertpapiere, welche an den amerikanischen Börsen offiziell notiert werden, dürfen nämlich nicht, wie z. B. in Deutschland, gedruckt, sie müssen vielmehr sämtlich in Stahlstich herge-

stellt werden. Ferner verursacht die Ausgabe der kleinen Abschnitte eine starke Vermehrung der Bureauarbeit, besonders bei Übertragungen der Bonds. Trotzdem haben einige Bahnen bei Ausgabe von Bonds auch Abschnitte von $ 500 und $ 100 geschaffen. Dadurch konnte natürlich der Abnehmerkreis der Papiere bedeutend erweitert werden. Besonders in Holland, Belgien und neuerdings in Frankreich herrscht starke Nachfrage nach solchen Abschnitten; das äußert sich z. B. darin, daß die $ 100-Abschnitte der 5% St. Louis and San Francisco General Lien Bonds an der Antwerpener Börse meist einige Prozent höher notierten, als die $ 1000-Abschnitte.

Die Maximalhöhe des Zinsfußes der festverzinslichen Anleihen ist in manchen Staaten gesetzlich festgelegt und zwar mit 6% in Vermont, 7% in Pennsylvania, Ohio, Massachussetts, Arkansas, 10% in Michigan, Jowa, Minneapolis, Idaho, Nebraska, California, Wyoming, New-Mexico & Arizona, 15% in Nevada. Keine Beschränkung hierin besteht in Maine, Wisconsin, Montana, Utah, South Carolina, Dakota, Maryland und Louisiana. In Indiana und Tennessee endlich soll dieser Zinsfuß den gesetzlichen Zinsfuß nicht überschreiten.

Der durchschnittliche Satz des von den Bahngesellschaften für ihre Anleihen zu gewährenden Zinsfußes war früher natürlich bedeutend höher als jetzt; er schwankte nach den offiziellen älteren Berichten der Gesellschaften meistens zwischen 6 und 8%. In den östlichen Staaten, wo mit Rücksicht auf die ältere Kultivierung und daher höhere Prosperität Kapital verhältnismäßig leichter und zu günstigeren Bedingungen zu erhalten war, überstieg der Zinsfuß selten den Satz von 6—7%. In den Weststaaten dagegen, in denen die Bahnbauten nicht nur nicht im Gefolge der Kultur auftraten, sondern ihr meist sogar vorauseilten und somit eine Spekulation auf die künftige Entwicklung des Landes bedeuteten, wurden die Kapitalien, die besonders England und Holland herliehen, vielfach zwischen 8—10% verzinst. Heute ist infolge der Erschließung und Entwicklung des gesamten Landes der Zinsfuß ein bedeutend niedrigerer geworden. Da die amerikanische Eisenbahnstatistik keine Angaben über den Zinsfuß, der für festverzinsliche Anleihen von den Gesellschaften zu zahlen ist, macht, kann man den durchschnittlichen Zinsfuß aller ausstehenden Schuldverschreibungen nur annähernd feststellen:

Es wurden im Jahre 1908/09 auf den gesamten ausstehenden Betrag festverzinslicher Schulden der Bahngesellschaften in Höhe

von $ 9802 Millionen $ 383 Millionen an Zinsen gezahlt, was einer durchschnittlichen Verzinsung von 3,90 % entspricht. Allerdings ist hierbei in Betracht zu ziehen, das in dem vorstehenden Kapitalbetrag $ 718 Millionen Anleihen enthalten sind, auf welche in dem genannten Jahre keine Zinsen gezahlt werden konnten. Unter Berücksichtigung dieses Umstandes ergibt sich eine durchschnittliche Verzinsung von 4,20 % für das Jahr 1908/09. In Wahrheit ist dieser Satz wohl noch immer etwas zu niedrig, da manche Anleihen nicht ihren vollen Zins erbrachten. Eine Angabe über die Summe solcher Anleihen fehlt jedoch ebenfalls in den Statistiken der amerikanischen Bahnen. Jedenfalls ist aber der durchschnittliche Zinsfuß nicht höher als 4,50—4,75 %, also bedeutend niedriger als in früheren Jahren.

Da der Bau von Bahnen ein großes Kapital auf lange Zeit festlegt, ist es auch ganz natürlich, daß die Eisenbahngesellschaften ihren Bonds meistens eine lange Laufzeit geben. Dies ist schon darum gerechtfertigt, da ja, wie anzunehmen ist, die Eisenbahnen ihre Bedeutung als Verkehrsmittel nicht nur nicht verlieren, sondern im Laufe der Jahre mit der Zunahme des Verkehrs immer mehr erweitern werden. Die Laufzeit der Bonds beträgt vielfach 50, 100 oder noch mehr Jahre, ja es gibt sogar Bonds, deren Fälligkeitstermin erst in das 24. Jahrhundert fällt, nämlich die $ 50000000 Anleihe der West Shore, die zu dem System der New York Central RR. gehört; diese Bonds verfallen erst am 1. Januar des Jahres 2361.

Es liegt gewöhnlich nicht in der Absicht der Eisenbahngesellschaften, das Kapital der ausgegebenen Bonds am Tage ihrer Fälligkeit zurückzuzahlen.

Diese Praxis entspricht auch meist dem Wunsche des Anlagepublikums, das es in der Regel nicht gern sieht, wenn die regelmäßige Zinszahlung plötzlich aufhört und das Kapital zurückgezahlt wird. Denn in diesem Falle ist der Besitzer der Bonds gezwungen, sich nach einer anderen entsprechenden Anlage umzutun. Ob es ihm dabei gelingt, sein Geld in gleichbefriedigender Weise zu investieren, ist dabei immer zweifelhaft. Darum ist es ihm angenehmer, wenn er von der Gesellschaft, deren Bonds er besitzt, die alten Obligationen gegen neue umgetauscht erhält, die ihm weiterhin die gewohnten Zinseingänge verschaffen.

Die Gesellschaft selbst müßte, um eine ganze Anleihe bei ihrer Fälligkeit auf einmal in bar zurückzahlen zu können, von vorneherein einen Tilgungsfonds anlegen, der bis zum Jahre der

Fälligkeit der Obligationen die entsprechende Höhe zu erreichen hätte. In allen diesen Jahren zahlt die Gesellschaft die Zinsen auf die ganze Anleihe und die Beiträge zum Tilgungsfonds. Ein großer Teil dieser Summen würde, wenn diese Einrichtung nicht bestände, den Aktionären zufallen. Die nachher durch die Tilgung der Obligationenschuld erreichte Verminderung der festen Lasten kann die Aktionäre für die lange vorausgegangene Karenzzeit nicht entschädigen.

Außerdem ist anzunehmen, daß die Gesellschaft ihre Gewinne gewinnbringender anlegen kann, wenn sie, statt große Summen zur Tilgung einer Anleihe zurückzulegen und sie in erstklassigen, aber wenig rentablen Effekten anzulegen, diese Beträge für den Ausbau und die Verbesserung ihrer Bahnanlage verwendet. Unter diesen Umständen ist es wohl vernünftiger, alle Überschüsse zur Steigerung der Verdienstmöglichkeiten der Bahn zu benutzen und keine derartigen Vorkehrungen für die Rückzahlung einer Schuld zu treffen. Mit anderen Worten heißt das, daß eine Gesellschaft, die so vorgeht, imstande sein wird, höhere Dividenden zu zahlen und den Wert ihrer Aktiva um einen höheren Betrag zu steigern, als der Zuwachs des Tilgungsfonds ausmacht. Es erhellt hieraus, daß durch die Ansammlung eines Tilgungsfonds das Verhältnis der Schulden zu dem Wert einer Gesellschaft viel langsamer abnimmt, als wenn der entsprechende Betrag zu Verbesserungen benutzt wird.

Da schließlich die Zinsen, welche die Bahnen früher für ihre Schulden zu zahlen hatten, bedeutend höher waren als heute, sind die zuerst ausgegebenen Bonds inzwischen schon meist durch niedriger verzinsliche Obligationen ersetzt worden. Durch diese Möglichkeit eines solchen vorteilhaften Umtausches der Obligationen vor ihrer Fälligkeit hat ihr Tilgungsfonds an Berechtigung wesentlich eingebüßt.

Etwas anders liegen die Verhältnisse, wenn die jährlich an den Tilgungsfonds abgeführten Beträge sofort eine Einlösung des entsprechenden Betrages Bonds herbeiführen sollen. Diese kann entweder durch Rückkauf der Bonds im Markte zum Tageskurse oder dadurch geschehen, daß die einzulösenden Bonds durch das Los bestimmt und dann zu pari oder einem anderen bereits bei ihrer Ausgabe festgesetzten Preise zurückgezahlt werden. Die Nummern der auf diese Weise ausgelosten Obligationen werden öffentlich bekannt gemacht. Der Besitzer der Bonds gerät jedoch dabei in Gefahr, die Publikation nicht rechtzeitig zu ersehen und dadurch Zinsverluste zu erleiden.

Gewöhnlich besteht die Bestimmung, daß die so getilgten Bonds in Kraft bleiben. Sie werden dann bei dem Treuhänder hinterlegt und die eigentlich für ihre Verzinsung aufzuwendenden Beträge zur Erweiterung der Amortisation verwandt.

In manchen Fällen ist es auch gestattet, andere Bonds desselben Systems aus den Beträgen des Tilgungsfonds einzulösen, wenn nämlich die Bonds, zu deren Rückkauf der Tilgungsfonds eigentlich vorgesehen war, im Kurse so hoch stehen, daß ein Rückkauf zu diesem Preise unvernünftig erscheint oder überhaupt durch die Statuten untersagt ist.

Wenn eine Bahngesellschaft guten Kredit genießt oder wenn die Sicherstellung des Bonds genügend ist, so kann auch auf diese Art des Tilgungsfonds verzichtet werden. Berechtigt erscheint er jedenfalls nur dort, wo die für die Sicherheit der Bonds den Eigentümern derselben verpfändeten Besitzteile der Bahngesellschaft allmählich entwertet oder vermindert werden. Dies trifft z. B. bei Bonds zu, die hinsichtlich Kapital und Zinsen durch Verpfändung des den Bahnen geschenkten Landes sicher gestellt sind. Werden Grundstücke, die zu diesem Pfand gehören, verkauft, so ist es natürlich, daß der Erlös aus diesen Verkäufen zur Tilgung der Bonds verwandt wird.

Der zweckmäßigste Tilgungsfonds ist wohl heute der der Chicago, Burlington and Quincy RR. Co. Dieser schreibt nämlich den Rückkauf von Bonds vor, solange deren Kurs eine gewisse Höhe nicht übersteigt. Tritt dieser Fall aber ein, so sollen für das zu Rückkäufen bestimmte Geld sichere Bonds anderer Gesellschaften gekauft werden, die so viel Zinsen einbringen, als die Gesellschaft auf die eigentlich zurückzukaufenden Bonds zu zahlen hat.

Die ersten Bonds, die von den Bahngesellschaften ausgegeben wurden, waren allgemein sogenannte Mortgage Bonds. Den Besitzern dieser Bonds sind von der ausgebenden Gesellschaft bestimmte Vermögensobjekte durch einen Pfandvertrag — die Mortgage — zum Pfande gegeben worden. Da die verschiedenen Klassen der durch eine Mortgage gesicherten Bonds noch heute den größten Teil der fundierten Schuld der amerikanischen Eisenbahngesellschaften bilden, ist es notwendig, auf den Begriff und Inhalt der Mortgage und auf die aus ihr erwachsenden Rechte und Pflichten der abschließenden Parteien etwas näher einzugehen.

Eine Erklärung, die den Begriff der Mortgage einigermaßen

deckt, ist etwa die, daß die Mortgage eine Zession zur Sicherheit ist. Diese Definition umfaßt wenigstens die Hauptcharakteristika der Mortgage. Versuche, eine genauere Erklärung zu geben, gehen meistens in die Beschreibung einzelner Arten der Mortgages über.

In England und in den älteren Staaten der Union betrachtet man die Mortgage als eine Übertragung zu Lehen (Conveyance in fee). Diese Auslegung hält man für die geeignetste, dem Gläubiger vollen Schutz für die Erhaltung und Erzwingung seiner Sicherheiten zu gewähren, während gleichzeitig das Einlösungsrecht des Schuldners gewahrt bleibt.

In anderen Staaten dagegen betrachtet man die Mortgage, soweit sie die Pfandbestellung betrifft, als den Gesetzen entsprechend, soweit sie aber die aus dem Pfande entspringenden Rechte und Sicherheitsmittel betrifft, als dem Grundsatze der Billigkeit entsprechend, sodaß aus dem ersten System der Gesetze ein zweites des Billigkeitsgrundsatzes herausgewachsen ist.

Wenn man die Auffassung der einzelnen Bundesstaaten der Vereinigten Staaten von Amerika zusammenfaßt, kommt man zu folgendem Resultat: In Alabama, Arkansas, Connecticut, Illinois, Kentucky, Maine, Maryland, Massachussetts, New-Hampshire, New-Jersey, North Carolina, Ohio, Pennsylvania, Rhode-Island, Tennessee, Vermont, Virginia und Westvirginia vertreten die Gerichte die Ansicht, daß die Pfandurkunde (Mortgage deed) den Rechtsanspruch sofort auf den Pfandgläubiger überträgt, mit der Bedingung, daß die Pfandurkunde bei Erfüllung der Schuld annulliert wird. Der Pfandgläubiger wird sonach Besitzer des Pfandes und kann diesen Besitz sofort antreten, wenn er nicht durch spezielle Abmachungen daran gehindert ist. Sobald die vereinbarten Vertragsbestimmungen vom Schuldner nicht eingehalten werden, wird das Gericht dem Gläubiger auf seinen Antrag das Pfand auf jeden Fall als Eigentum zusprechen.

In Delaware, Mississippi und Missouri wird der Pfandschuldner als der Eigentümer des gesetzlichen Vermögens (legal estate) angesehen. Bei Besitzantretung des Gläubigers jedoch hat dieser gesetzlichen Anspruch zur zwangsweisen Befriedigung seiner Forderung und zur Schadloshaltung aus dem Vermögen des Schuldners.

In den Staaten California, Dacota, Florida, Georgia, Indiana, Jowa, Kansas, Louisiana, Michigan, Minnesota, Montana, Nebraska, Nevada, New-Mexiko, New-York, Oregon, South Carolina, Texas, Utah, Washington und Wisconsin wird die Mortgage als ein Pfandrecht auf das Eigentum resp. auf die in der Mortgage einzeln an-

geführten Vermögensobjekte des Schuldners angesehen. Dieses gibt dem Gläubiger keinen Anspruch auf das Vermögen des Schuldners und verleiht ihm erst nach der sogenannten »foreclosure« das Anrecht auf die ihm verpfändeten Objekte. Das Recht der foreclosure hat folgende Bedeutung: Der Schuldner kann bei bestimmtem Zahlungstermin bis zum Verfall der Schuld das Pfand auslösen. Sobald er hiermit in Verzug gerät, wird durch Gerichtsbeschluß sein Einlösungsrecht ausgeschlossen; also erst nach diesem Ausschluß der Einlösungsrechte geht das Pfand in das Eigentum des Gläubigers über.

Man unterscheidet je nach dem Gegenstand des Pfandrechtes verschiedene Arten der Mortgage: Mortgage of real property und Mortgage of personal property, d. h. unbeweglichen und beweglichen Eigentums. Man benutzt auch noch die Ausdrücke: Mortgage of real estate und Mortgage of chattel estate.

Für uns Deutsche ist besonders die Art der Verpfändung des beweglichen Eigentums bemerkenswert, denn die Mortgage of personal property bedeutet eine bedingte Übertragung derartigen Eigentums auf den Gläubiger, mit der Verpflichtung der Rückübertragung nach erfolgter Tilgung der Schuld, ohne daß das verpfändete Eigentum in den Gewahrsam des Gläubigers überzugehen braucht. Bei uns dagegen ist zur Bestellung eines Pfandrechtes an beweglichen Sachen erforderlich, daß der Eigentümer die Sachen dem Gläubiger übergibt (BGB § 1205).

Während man also in Amerika und auch in England den Anspruch auf bewegliches Eigentum durch eine Mortgage übertragen kann, ist in Deutschland die Pfandbestellung nur durch die Übertragung des Eigentums selbst möglich.

Für die Betrachtung von Eisenbahn-Mortgages ist der Unterschied zwischen Mortgages of real und personal property von keiner prinzipiellen Bedeutung. Auf die Frage, wie weit Eisenbahngesellschaften überhaupt berechtigt sind, ihr bewegliches Eigentum zu verpfänden, wird nachher noch zurückzukommen sein.

Die Pfandurkunden der verschiedenen Bahngesellschaften sind und werden fast alle nach demselben bestimmten Prinzip ausgestellt. Hierbei ist zunächst von Wichtigkeit, daß die Namen der vertragschließenden Parteien — des Schuldners und des Gläubigers resp. des als Vertreter des Gläubigers handelnden Treuhänders — genau und vollständig angegeben werden. Gewöhnlich geschieht dieses zu Anfang der Urkunde. Da aber in den meisten Mortgages vorgesehen ist, daß der ursprüngliche Treuhänder (Trustee),

also eine der Parteien zurücktreten kann, sodaß ein neuer Treuhänder für ihn eintreten muß, dessen Name natürlich noch unbekannt ist, findet sich gewöhnlich bei Erwähnung des Trustee der Zusatz: »oder der Nachfolger des Trustee«. Es ist aber auch üblich, einfach am Schluß der Pfandurkunde festzulegen, daß die Bestimmungen für den mitunterzeichneten Trustee voll und ganz auch für dessen Nachfolger gelten. Ferner ist in allen Mortgages die genaue Summe der Schuld anzugeben; weitere Teile der Urkunde bilden die Beschreibungen eventueller älterer Verpfändungen und der Schuldverschreibung, die durch die Mortgage gesichert werden soll, der Zweck und der Termin oder die verschiedenen Termine ihrer Ausgabe, die Höhe ihres Zinsfußes, der Termin und die Art der Zinszahlung, sowie eventuelle Bestimmungen über die Bildung eines Tilgungsfonds. Die Zeit und Art der Rückzahlung der Schuld soll besonders deutlich und genau angegeben werden, damit mit Sicherheit erkannt werden kann, wann eine Nichterfüllung der Verbindlichkeit eintritt.

Von besonderer Wichtigkeit ist genaue Beschreibung des verpfändeten Eigentums, denn nur hieraus läßt sich die Art, der Umfang und der Wert der Sicherheit feststellen. Besonders genau, genauer als das Gesetz es vorschreibt, sind diese Angaben bei den Eisenbahnbonds.

Den größten Raum der Pfandurkunde nehmen dann die besonderen Abmachungen unter den Abschließenden ein. Da sich bei Ausgabe von Eisenbahnbonds meist die gleichen Fragen jeweils wiederholen, haben die Mortgages viel Ähnlichkeit miteinander, ja selbst der Wortlaut einzelner Bestimmungen stimmt in ihnen häufig überein.

Die Vollziehung der Pfandurkunde geschieht durch Namensunterschrift der vertragschließenden Parteien unter Beifügung ihres Siegels. Die Beifügung des Siegels ist eine der wichtigsten Formalitäten, da eine nicht gesiegelte Urkunde in den meisten Staaten nicht rechtskräftig ist. Die Unterschriften sind vom Notar zu beglaubigen und die Vornahme der Unterzeichnung und Siegelung ist meistens zu bezeugen, wenn auch eine in letzter Hinsicht unvollkommene Urkunde billigerweise durchgesetzt werden kann. Nach Vollziehung der Pfandurkunde in allen diesen Punkten wird sie schließlich dem Commissioner of Deeds der einzelnen Bundesstaaten zur förmlichen Anerkennung vorgelegt. Dessen Anerkennung bildet den letzten Akt vor der Auslieferung der Urkunde. Die Auslieferung und die Annahme der Mortgage sind für ihre

Gültigkeit von Wichtigkeit, denn ohne ihre Auslieferung besteht die Mortgage gesetzlich nicht. Sie gilt erst von dem Augenblick an, wo diese geschehen ist. Wenn die Mortgage mit einem falschen oder unmöglichen Datum versehen ist, so behält sie doch ihre Rechtskraft, wenn der richtige Tag ihrer Auslieferung nachgewiesen werden kann.

Die Berechtigung, ihr Eigentum zu verpfänden, steht den Eisenbahngesellschaften in gleichem Maße zu wie allen anderen Gesellschaften und zwar infolge ihres Rechtes, etwas zu erwerben und zu besitzen und betreffs des Besitzes Verträge abzuschließen. Dieses jus disponendi von Körperschaften ist gemeinrechtlich unbeschränkt, es kann aber natürlich durch Bestimmungen der Konzessionsurkunde der Gesellschaft (Charter) beschränkt werden. Solchen Beschränkungen unterliegen gewöhnlich die Gesellschaften, welche, wie die Eisenbahngesellschaften, weitgehende Rechte und wertvolle Privilegien haben, von deren Ausnutzung sich große Vorteile für die Gesamtheit erwarten lassen. Das geht soweit, daß man von den Eisenbahngesellschaften verlangte, ihre Vorrechte und ihr für den Bahnbetrieb notwendiges Eigentum nur nach gesetzlicher Autorisation zu verpfänden.

Bei der Behandlung der Frage, welche Objekte die Eisenbahngesellschaften überhaupt verpfänden können, ist zunächst die Entscheidung über die Berechtigung der Konzessionsverpfändung von erheblicher Bedeutung. Gerade dieser Punkt hat zu den größten Meinungsverschiedenheiten Anlaß gegeben. Die heute allgemein gewordene Ansicht ist die, daß die Verpfändung der Konzession nicht nur möglich, sondern auch selbstverständlich ist, denn wie wäre es sonst um die Sicherheit von Bonds beschaffen, von denen in den Anlagen zu den Verhandlungen des Deutschen Reichstages im Jahre 1880 (Denkschrift über die Rechtslage der Privateisenbahngesellschaften bezüglich der Beleihung und Verpfändung der Eisenbahn) geschrieben worden ist: »Ob das Ganze einem Zwangsverkauf unterworfen werden kann, ist streitig, scheint aber verneint werden zu müssen, da der Verkauf die Konzession nicht übertragen würde.« Hierüber schreibt Holdheim in seinem oben genannten Aufsatz: Die eben mitgeteilte Äußerung ist nur insoweit richtig, »daß die durch Akt der Staatsgewalt verliehene Konzession zum Bau und Betrieb einer Eisenbahn an und für sich nicht verkäuflich ist, und einem Dritten nicht übertragen werden kann. Die Verpfändung, welche in ihrer schließlichen Wirkung zur Übertragung der Konzession führen müßte, ist daher gleich-

falls ungültig. Hier hat aber die Gesetzgebung geholfen. Fast in allen Bundesstaaten sind Gesetze ergangen, welche den Eisenbahnen die Aufnahme von Darlehen gegen Verpfändung ihres Eigentums und damit auch der Konzession gestatten; das letztere ist auch nicht einmal ausdrücklich erforderlich, die Gestattung zur Aufnahme eines Darlehens enthält nach amerikanischer Praxis zugleich die Ermächtigung zur Verpfändung des Eigentums einschließlich der Konzession.

In den wenigen Staaten, in welchen keine allgemeinen Gesetze über die Aufnahme von Darlehen seitens der Eisenbahngesellschaften ergangen sind, erteilt die Konzessionsurkunde oder ein Spezialgesetz die für den Bau einer amerikanischen Eisenbahn unumgänglich erforderliche Genehmigung zur Aufnahme von Darlehen gegen Verpfändung ihres Vermögens einschließlich der Konzession. Die selbstverständliche Folge ist, daß dem Erwerber der Bahn in der Versteigerung auch die Konzession zum Betrieb des Unternehmens zufällt, so daß eine besondere Konzession nicht weiter erforderlich ist.«

Wie schon oben bemerkt, entspringt das Recht der Eisenbahngesellschaft, ihr bewegliches und unbewegliches Eigentum zu verpfänden, aus der Berechtigung der Körperschaften, frei über ihr Eigentum zu verfügen. Pierce führt in seinem Werk »Treatise on American Railroad Companies Law« (New York 1857) eine Gerichtsentscheidung aus Ohio vom Jahre 1856 an, die über diesen Punkt folgendes bestimmt:

1. daß eine Eisenbahngesellschaft, die zur Aufnahme von Anleihen für den Bau einer Bahn berechtigt ist, ohne weitere Garantie in der Charter das Recht hat, eine solche Anleihe durch eine Mortgage zu sichern;
2. daß die Mortgage der Bahn und ihres Eigentums gleichzeitig eine Mortgage der Gerechtsame ist, und daß bei einem Verkauf der Bahn die Gerechtsame auf Grund der Mortgage mit verkauft werden.

Darüber, ob das Betriebsmaterial und das Zubehör einer Eisenbahn überhaupt bewegliches Eigentum oder in gewissem Sinne »fixtures«, d. h. niet- und nagelfestes Zubehör sind, und als solche unter die Mortgage unbeweglichen Eigentums fallen, ist oft verschieden erkannt worden. Auf der einen Seite wurde früher behauptet, daß die Eisenbahnwagen einen notwendigen Bestandteil des ganzen Unternehmens darstellen, daß die Räder den Schienen angepaßt seien und zwar nur den Schienen einer bestimmten Gesellschaft,

so daß sie für andere Zwecke keine Verwendung finden könnten. Ferner seien sie ein notwendiger Bestandteil des unbeweglichen Eigentums, da dies ohne Betriebsmaterial keinen Nutzwert habe. Jones führt hier die Entscheidung an, die von einem Richter in New York gefällt wurde: »Das Eigentum der Eisenbahngesellschaft besteht vorwiegend in dem Unterbau, den Schienen, den Depotanlagen, dem Wagenpark (Rolling stock) und schließlich den Gerechtsamen, die genannten Objekte zu besitzen und zu benutzen. Der Unterbau, die darauf befestigten Schienen und die Lagerhäuser sind natürlich unbewegliches Eigentum. Es ist zweifellos, daß die Lokomotiven und alle Arten von Wagen ein notwendiger Teil des Unternehmens sind, es fragt sich aber, ob sie so ständig und untrennbar mit dem unbeweglichen Eigentum verbunden sind, daß sie selbst unbewegliches Zubehör werden. Es mag sein, daß man den Ausdruck »unbewegliches Zubehör« nicht gut für so bewegliche Güter, wie Eisenbahnwagen benutzen kann, aber solche Wagen bewegen sich nicht mehr, wie Tauben vom Taubenschlag oder Fische in einem Teich, die doch beide zu dem unbeweglichen Eigentum gehören.« Dagegen stellte das Appellationsgericht desselben Staates einige Jahre später den Grundsatz auf, daß der Rolling stock bewegliches Eigentum ist, und daß eine Mortgage hierauf als eine Chattel-Mortgage, also als eine Verpfändung beweglichen Eigentums, registriert werden kann. Ähnlich ging es in den verschiedenen anderen Staaten. Jones meint schließlich, das Bundesgericht vertrete mehr die Ansicht, daß der Rolling stock unbewegliches Eigentum, die einzelnen Staatsgerichtshöfe, daß er bewegliches Eigentum sei.

Die Eisenbahn kann also mit all ihrem Zubehör verpfändet werden, so daß schließlich nach Holdheim als verpfändet gilt: die Eisenbahn in der Beschaffenheit und in der Zusammensetzung, in der sie sich im Augenblick der Geltendmachung des Pfandrechtes befindet. Von dem Objekte der Verpfändung und seiner Beschaffenheit hängen die Namen und natürlich auch die Güte der verschiedenen Mortgagebonds ab.

Das Recht zu Verpfändungen steht in erster Linie dem Verwaltungsrat der Gesellschaft und dann den Aktionären zu. Diese können mit der Vollziehung einer Mortgage einen Angestellten betrauen, den sie durch speziellen Beschluß oder nach dem Statut der Gesellschaft hierfür bestimmen. Der Verwaltungsrat hat nicht das Recht, ohne Genehmigung der Aktionäre eine Mortgage zu vollziehen oder einen anderen hiermit zu beauftragen.

Wenn die Aktionäre die Unterzeichnung durch den Verwaltungsrat aber stillschweigend dulden, können sie eine solche Vollziehung der Mortgage später nicht mehr anfechten.

Eine Gesellschaft heißt eine vom Verwaltungsrat vollzogene Mortgage dadurch gut, daß sie die durch die Mortgage geschaffenen Bonds ausgibt und Zinsen auf diese zahlt.

Da es meistens unmöglich ist, die großen Summen, welche die Bahnen brauchen, von einer Person als Darlehen zu erhalten, werden in solchen Fällen in Befolgung der gesetzlichen Vorschriften Anleihen der Eisenbahngesellschaften in Teilschuldverschreibungen (Bonds) emittiert und diese im Markt verkauft. Um die Bonds und die Käufer sicher zu stellen, werden das Eigentum der Gesellschaft, bezw. die in der Pfandurkunde einzeln aufgeführten Vermögensobjekte, an einen oder mehrere Treuhänder (Trustees) zediert. Während bei Verpfändung der Eisenbahngesellschaften früher hauptsächlich Privatleute als Treuhänder amtierten, wird heutzutage das Amt des Trustees fast nur noch von den großen Treuhandgesellschaften (Trust-Companies) ausgeübt. Diese bilden eine spezifisch amerikanische Art von Banken. Als Funktionen einer solchen Trust Company unterscheidet Liefmann, anschließend an Keys, folgende neun: Die Bankabteilung, die Devisen-Abteilung (Foreign Exchange Departement), die Effektenabteilung, die Trustabteilung, die Register- und Übertragungsabteilung (Registry & Transfer Departement), die Terrainabteilung, die Sparkassenabteilung (Savings Departement), die Bauabteilung und schließlich das Title Guarantee Departement. Die hier besonders interessierende Trustabteilung fungiert als Exekutor, Treuhänder, Depositor von Vermögensgegenständen; sie übernimmt die Pfandhalterschaft, besorgt als Treuhänder die technische Durchführung von Emissionen.

Diese Trust Companies spielen in dem Amt des Pfandhalters bei der Ausgabe von Obligationen eine bedeutende Rolle, indem sie sowohl beim Abschluß der Mortgage, als auch bei ihrer Durchführung die Interessen der Gläubiger vertreten. Ihre Tätigkeit beginnt sofort mit der Aufnahme der Anleihe. Holdheim schildert diesen Vorgang in seiner Schrift: »Mortgage and Mortgagebonds« mit folgenden Worten: »Die Darlehen suchende Eisenbahn kontrahiert mit dem Trustee, als dem Vertreter der Obligationäre. Die Obligationen werden daher in erster Linie auf dem Namen des Trustee gestellt und erst in zweiter Linie auf den Inhaber. Der Trustee hat auf den Bonds zu bescheinigen, daß die Ausgabe in Gemäßheit einer bestimmten Pfand- und Schuldverschreibung, auf

welche Bezug genommen wird, erfolgt ist. Dieses gesamte Trustee's Certificate lautet in der Regel: »This Bond is issued under name of the . . . . Railroad Company, bearing even date therewith and thereinmore particularly referred to«, oder: »This is to certify, that this Bond is one of the Bonds described in the within mentioned deed of trust, dated . . . . executed by the . . . . Railroad Company to the undersigned as Trustee.«

Die Gesellschaft nimmt die Bondsanleihe auf Grund der Pfandurkunde auf und verspricht, Kapital und Zinsen pünktlich zu zahlen. Der Betrag der zu emittierenden Bonds kann sich auf viele Millionen belaufen, und die Bondsbesitzer können über die ganze Erde zerstreut wohnen. In Vertretung aller dieser Bondsbesitzer nimmt der Treuhänder die Zession des verpfändeten Eigentums — also die Sicherheit für die Bondsbesitzer — in Verwahr. Er hat darauf zu achten, daß das verpfändete Eigentum nicht verwüstet oder entwertet wird, wodurch sein Charakter als Sicherheit verloren ginge, und daß die Ausgabe der Bonds den Bestimmungen der Pfandurkunde gemäß und für die darin aufgeführten Zwecke erfolgt. Er ist daher verpflichtet, nach bestem Wissen zu handeln und die Interessen aller Beteiligten mit allen Kräften wahrzunehmen. Auch soll er sich an nichts beteiligen, wodurch den Interessen der Gesellschaft etwa geschadet werden könnte. Solange die Gesellschaft ihren Verpflichtungen pünktlich nachkommt, sind die dem Trustee obliegenden Pflichten verhältnismäßig gering. Seine Hauptfunktionen beginnen eigentlich erst, wenn die Eisenbahngesellschaft in Zahlungsschwierigkeiten gerät und die Bondholders zur Geltendmachung der Sicherheit der Obligationen ihre Zuflucht nehmen müssen. In diesem Falle hat der Trustee das Pfandrecht geltend zu machen und alle gerichtlichen und außergerichtlichen Maßnahmen zu ergreifen, die das Interesse der Bondsbesitzer erheischt. Er handelt hierbei für die Gesamtheit der Bondsbesitzer. Außer dieser dinglichen Klage des Trustee für die Gesamtheit kann jeder Bondholder auch noch eine persönliche Klage auf Zahlung von Kapital und Zinsen seiner Bonds anstrengen. Die Rechte des einzelnen Gläubigers zur Durchführung seines Sonderanspruchs sind also unbeschränkt.

Wenn der Trustee seinen Pflichten nicht nachkommt, kann er durch Beschluß der Bondholders abgesetzt und die Verwaltung der Sicherheiten anderen Trustees übertragen werden. Die Rechte und Pflichten der Trustees werden im einzelnen noch später zu behandeln sein.

Im folgenden wird jetzt noch von den Rechten und Pflichten

sowohl des Schuldners, als auch des Gläubigers zu sprechen sein. Schließlich muß dann noch die Tilgung der Mortgage, sowohl die freiwillige, wie auch, im Falle von Zahlungsschwierigkeiten, die erzwungene behandelt werden.

Der Pfandschuldner, der das Recht auf Wiedereinlösung des Pfandes hat, gilt jedem gegenüber als Eigentümer des verpfändeten Eigentums. Naturgemäß ist sein Eigentum dem Gläubiger gegenüber beschränkt. Der Schuldner kann mit dem verpfändeten Eigentum in jeder Hinsicht wie ein freier Eigentümer verfahren, soweit es sein Interesse erfordert. Er kann es jemand vermachen, verkaufen, vermieten und sonstige darauf bezügliche Verträge abschließen, ohne daß an dem Pfandrecht des Gläubigers dadurch etwas geändert wird. Der Schuldner hat dabei genau dieselben Rechte, wie ein freier Eigentümer, nur nicht dem Gläubiger gegenüber. Solange der Schuldner im Besitze des Pfandes gelassen wird, ist er berechtigt, die gesamten Gelder, die das verpfändete Eigentum einbringt, selbst einzunehmen und er erhält diese solange, bis irgendwelche Zahlungsschwierigkeiten bei ihm eintreten. Dies erklärt sich daraus, daß die Eisenbahngesellschaft dem Gläubiger gegenüber, solange sie ihren Verpflichtungen nachkommt, Eigentümer ist, also nicht wie Pächter jederzeit aus ihrem Besitz entlassen werden kann. Auch wenn sie ihren Verpflichtungen nicht mehr pünktlich nachkommt, darf der Gläubiger noch nicht die ganzen Einnahmen selbst beziehen, sondern muß vom Gericht einen Zwangsverwalter einsetzen lassen, der die Funktionen des Schuldners übernimmt. Erst der Zwangsverkauf des Pfandes nimmt dem Schuldner sein Eigentum und Besitzrecht. Solange der Schuldner die Einnahmen aus dem Pfandobjekt erhält, kann er damit verfahren, wie es ihm beliebt, vorausgesetzt, daß hierüber keine besonderen Vereinbarungen mit dem Gläubiger getroffen sind.

Die schuldende Eisenbahngesellschaft ist hierdurch also in keiner Weise in dem Betrieb ihrer Bahn behindert. Als Gegenleistung hierfür hat die Bahn natürlich allerlei Verpflichtungen zu übernehmen. Diese sind je nach der Art der auf Grund der Mortgage emittierten Bonds verschieden. Die wichtigsten wiederholen sich aber in allen Mortgages. Zunächst muß sich die Bahngesellschaft verpflichten, die aus der Anleihe erlöste Summe dem angegebenen Zweck entsprechend zu verwenden, die Zinsen auf die gesamten Bonds pünktlich zu zahlen und die Bonds genau in der Art einzulösen, wie es in der Mortgage abgemacht ist. Dann

muß die Gesellschaft gewöhnlich erklären, daß die Bonds nicht durch eine weitere Emission von anderen Obligationen, die ihnen im Pfandrecht vorausgehen würden, geschädigt werden können. Handelt es sich um einen first Mortgage Bond, d. h. einen Bond mit erstem Pfandrecht, so findet sich in der Mortgage meist die Erklärung von seiten der Eisenbahngesellschaft, daß sie möglichst pünktlich ihre fälligen Steuern und Löhne zahlen wird, um die Priorität der Bonds zu wahren, da die genannten Schulden dem Pfandrecht der Bonds vorausgehen. Demselben Zweck dient die eventuelle Erklärung der Bahn, keine weiteren Bonds unter einer älteren Mortgage zu emittieren. Ferner muß die Bahn in den meisten Fällen dem Trustee von Zeit zu Zeit über den Stand der Bahn Bericht erstatten und sich bereit erklären, weitere Verträge mit dem Trustee abzuschließen, wenn dieses dem Trustee selbst oder der Majorität der Bondholders zur weiteren Sicherung der Mortgage wünschenswert erscheint.

Außerdem finden sich natürlich noch die verschiedensten Abmachungen, z. B. verpflichtet sich die Bahn, eine Geschäftsstelle in irgendeiner bestimmten Stadt zu errichten oder einen Tilgungsfond (sinking fund) zu schaffen, aus dem jährlich eine gewisse Anzahl Bonds durch möglichst billigen Rückkauf oder durch Verlosung getilgt werden soll, oder die Gesellschaft bis zum Verfall der Bonds bestehen zu lassen, die verpfändete Bahn weiter zu betreiben und noch viele andere derartige Bestimmungen.

Die Stellung des Pfandgläubigers, hier des Trustee, ergibt sich naturgemäß aus der des Schuldners, d. h. der Gläubiger ist nicht im gewöhnlichen Sinne der Eigentümer des verpfändeten Gutes, obwohl er einen gesetzlichen Anspruch auf dasselbe hat. Wenn der Schuldner das verpfändete Gut verkauft, oder sonst in seiner Beschaffenheit verändert, behält doch der Gläubiger das Pfandrecht, bis die Schuld zurückbezahlt ist.

Wie schon weiter oben bemerkt, enthalten die Mortgages genaue Bestimmungen über die Ausfertigung der Bonds durch den Trustee. Dieser ist dafür verantwortlich, daß die Ausfertigung der Bonds nur dann erfolgt, wenn alle in der Mortgage gestellten Bedingungen erfüllt sind. Je nach dem Zweck der Ausgabe sind die Bestimmungen verschieden, z. B.: Bei Construction-Bonds darf die Ausgabe erfolgen, wenn der Bau bis zu einem bestimmten Punkt vorgeschritten ist, bei Bonds, die zur Erneuerung von Betriebsmaterial, für sonstige Neuanschaffungen oder für Verbesserungen ausgegeben werden (Equipment-Bonds), wird die genaue

Angabe der Verwendung durch den Verwaltungsrat der Bahn verlangt. Dieser muß auch dem Trustee bescheinigen, daß der Erlös aus früher zu derlei Zwecken bewilligten Bonds wirklich hierfür aufgebraucht wurde, daß die Neuanschaffungen nicht zu teuer bezahlt und die dagegen verausgabten Bonds nicht zu billig verkauft worden sind. Ferner ist anzugeben, ob das neue Eigentum bereits einem Pfandrecht unterworfen ist und ob es auch als Pfand für die neuen Bonds haftet. Wenn die Company etwas Verpfändetes erwirbt, darf der Trustee nicht die ganze Kaufsumme in neuen Bonds bewilligen, sondern muß einen Betrag zurückhalten, der der Höhe der bereits darauf lastenden Pfandschuld entspricht. Für Refunding Bonds finden sich (in der Mortgage der 4% Southern Pacific Railroad Company first refunding Mortgage Bonds) folgende Bestimmungen: Nachdem der Betrag der »for purpose of refunding, exchanging, redeeming, purchasing, retiring or paying« ausstehenden Bonds angegeben und diese einzeln aufgezählt sind, wird festgesetzt: »Wenn von diesen einzulösenden Bonds dem Trustee ein Betrag ausgeliefert wird, darf derselbe den gleichen Nominalbetrag der neuen Refunding Mortgage Bonds mit seinem Zertifikat versehen. Schon ein Jahr vor Einlösung alter Bonds kann die Company den Nominal-Betrag dieser in neuen Bonds verlangen, muß aber dagegen den gleichen Betrag baren Geldes hinterlegen. Wenn die Mortgage alter Bonds gelöscht wird, kann derselbe Betrag neuer Bonds ausgegeben werden, aber nur gegen Auslieferung der alten. Dieses kann auch geschehen, wenn der Trustee sich überzeugt hat, daß die Rückzahlung bestimmter alter Bonds gesichert ist. Wenn die für die Einlösung alter Bonds reservierten neuen nicht mehr zu diesem Zwecke nötig sind, kann der noch nicht ausgegebene Teil der autorisierten Gesamtemission jederzeit zu einem anderen Zweck zertifiziert werden.«

Solche Spezialbestimmungen finden sich natürlich, dem Zweck der Bondsausgaben entsprechend, in allen Mortgages. Ich habe hier die Refunding Bonds näher behandelt, da sie besonders seit der Zeit der großen Reorganisationen in der ersten Hälfte der 90er Jahre eine große Bedeutung für die Vereinfachung und Sicherung der Kreditoperationen amerikanischer Bahnen gewonnen haben.

In ausführlicheren Mortgages findet sich dann noch weiter ein ganzer Artikel, der die Stellung des Trustee behandelt. Die Rechte des Trustee sind fast überall dieselben und sind besonders die folgenden:

Der Trustee ist nicht für seine Angestellten und Bevollmächtigten verantwortlich, wenn dieselben von ihm mit der notwendigen Sorgfalt ausgewählt worden sind. Ebenso trifft den Trustee keine Verantwortung für Fehler, die bei der Abfassung der Mortgage vorgekommen sind. Wenn auch der Trustee die Interessen der Bondholders zu vertreten hat, so braucht er doch keine kostenmachenden Handlungen vorzunehmen, wenn ihm nicht von einem Teil der Bondsbesitzer Indemnität erteilt ist. Ebenso braucht er bei Zahlungsstockungen der Gesellschaft nur auf Aufforderung des Bondholders vorzugehen, kann dies jedoch auch aus eigener Initiative tun.

Auf die Stellung des Trustee bei Zahlungseinstellungen ist weiter unten noch genauer einzugehen.

Der Trustee kann jederzeit sein Amt niederlegen, muß aber diese Absicht bestimmte Zeit vorher bekannt gegeben haben. Andererseits kann ihm aber auch seine Befugnis als Treuhänder von den Bondholders entzogen werden, wenn ein bestimmter Prozentsatz derselben, gewöhnlich 75%, für diese Maßnahme stimmt. Wenn der Trustee abdankt oder abgesetzt wird, wählt die Majorität der Bondholders einen neuen, über dessen Kapitalskraft und Geschäftssitz gewöhnlich schon in der Mortgage vorkehrende Bestimmungen getroffen sind. Bis zur Wahl desselben dürfen die Eisenbahngesellschaften einen Interims-Trustee einsetzen, müssen aber diese Veränderung veröffentlichen.

Auf den neuen Trustee geht bei der Annahme der Rechte und Pflichten des früheren das ganze verpfändete Eigentum ohne weiteres über. Allerdings hat der neu eingetretene Trustee das Recht, eine schriftliche Zession und Anerkennung durch die Bahnen auf Kosten derselben zu verlangen.

Den Bondholders ist es gewöhnlich erschwert, dem Trustee ihren Willen aufzuzwingen. Sie dürfen z. B. nur dann selbständig vorgehen, wenn sie dem Trustee von irgendeinem Fehler bei der Bahnverwaltung Mitteilung gemacht haben, derselbe dann weiterhin durch 25% der Bondholders zum Vorgehen aufgefordert und ihm hierfür eine genügende Entschädigung zugesichert worden ist, er aber dann immer noch nicht eingreift.

Nach dem gemeinen Recht erfüllt die Zahlung der Schuld an dem in der Mortgage angegebenen Termin die Verpflichtung des Schuldners. Wird die Zahlung vor dem festgesetzten Tage geleistet und nimmt der Gläubiger dieselbe an, so gilt die Schuld ebenfalls als gelöscht. Geschieht die Zahlung erst nach der be-

stimmten Zeit, kann sie unter gewissen Umständen noch immer als Tilgung der Schuld betrachtet werden. Wenn eine Teilzahlung geleistet wird, bleibt mindestens der dem Rest der Schuld entsprechende Teil des Pfandes der Mortgage weiterhin unterworfen. Die Zahlung muß gewöhnlich an einem bestimmten Platz erfolgen; die Zinsen laufen bis zum Tage der Rückzahlung.

Wenn der Gläubiger die an einem früheren Termin angebotene Zahlung zunächst nicht annimmt, bekommt er von da ab keine Zinsen mehr vergütet. Diesbezüglich ist sehr richtig in folgenden Worten entschieden worden (Jones § 899): »Offenbar hat der Pfandschuldner von diesem Zeitpunkt an das Geld dauernd zur Rückzahlung bereit gehalten; im Falle jedoch nachgewiesen werden kann, daß der Schuldner das Geld nicht bereit gehalten hat, laufen die Zinsen weiter.«

Werden Zahlungen gemacht, ohne Angaben, ob damit die Zinsen oder das Kapital der Mortgage beglichen werden sollen, so wird hieraus zunächst der fällige Zins bezahlt und dann der Rest für die Rückzahlung des Kapitals verwandt. (Vgl. B. G. B. § 367).

Früher wurden die Mortgages so abgeschlossen, daß der Schuldner, sobald er am festgesetzten Tage nicht zahlt, sein ganzes verpfändetes Eigentum verlor. Die amerikanischen Billigkeits-Gerichtshöfe (courts of equity) stellen den Grundsatz auf, daß die Einlösung (Redemption) auch dann noch erfolgen dürfe, wenn der in der Mortgage festgesetzte Einlösungstermin etwas überschritten sein sollte. Sie übernahmen von dem bürgerlichen Recht die Auffassung, daß eine Mortgage nur eine Sicherheit für die Zahlung einer Schuld ist und milderten die strengen und ungerechten Grundsätze des gemeinen Rechtes hinsichtlich der genauen Erfüllung der Mortgagebedingungen. Wenn auch der Schuldner sein Eigentum nach dem Gesetz eigentlich verloren hatte, so gestatteten ihm die Billigkeits-Gerichtshöfe dennoch, dasselbe nach nicht allzu langer Zeit durch Zahlung der Schuld und aller Kosten zurückzukaufen. Dieses Recht nennt man das Billigkeitsrecht der Einlösung (equity of redemption).

Der Schuldner darf selbst dann von diesem Recht Gebrauch machen, wenn er sich durch bestimmte Abmachungen zum Gegenteil verpflichtet hat. Dieses Einlösungsrecht wird in der Mortgage selbst gar nicht erwähnt. Welche Form eine Transaktion, die zur Sicherung einer Geldschuld dienen soll, auch annimmt, sie gilt stets als Mortgage und genießt deshalb auch immer das Einlösungsrecht.

Die Zeit, um welche die Tilgung hinausgeschoben werden kann, wird zum Besten beider Parteien so festgelegt, daß der Schuldner den Kredit bis zu einem bestimmten Termin noch weiter benutzen kann und der Gläubiger eine weiterbestehende Sicherheit und Einnahme besitzt.

Dieses Einlösungsrecht wird durch eine richtig vorgenommene Ausschließungsklage (foreclosure suit) aufgehoben. In einigen Staaten ist es jedoch gestattet, noch bis zu einer bestimmten Zeit nach der foreclosure sale d. h. nach dem infolge des Ausschlusses des Einlösungsrechtes endgültig gewordenen Eigentumserwerb durch den Gläubiger, das Einlösungsrecht geltend zu machen, z. B. in Alabama und Tennessee bis zu 2 Jahren, in Illinois, Indiana, Iowa, Minnesota, New Hampshire und Vermont bis zu 1 Jahr, in California, Colorado und Nevada bis zu 6 Monaten und in Oregon bis zu 2 Monaten danach.

Wie das bei Vollzug der Mortgage bestehende Recht die Grundlage ihrer Gültigkeit bildet, so ist es in gleicher Weise für die Redemption maßgebend, selbst wenn es inzwischen abgeändert worden sein sollte.

Eine Pfandeinlösung kann erst dann stattfinden, wenn das darauf aufgenommene Kapital samt allen Zinsen zurückbezahlt ist. Eine Rückzahlung vor Verfall der Mortgage ist nur mit Zustimmung des Gläubigers statthaft. Das Einlösungsrecht bleibt also bestehen, entweder bis zu einem bestimmten Zeitpunkt nach Verfall der Mortgage oder bis zur foreclosure oder endlich bis zur Übergabe einer Urkunde, die den foreclosure sale bestätigt. Es kann durch kein anderes gerichtliches Verfahren aufgehoben werden, als durch eine foreclosure suit: die Klage auf Ausschluß des Wiedereinlösungsrechts. In diesem Fall gibt es für den Schuldner nur ein Mittel, das Einlösungsrecht zu erhalten, nämlich eine bill of equity. Dies ist für den Schuldner auch dann das einzige Hilfsmittel, wenn die Schuld bereits ganz zurückbezahlt ist, der Gläubiger aber noch irgend welche in ihrer Berechtigung zweifelhafte Ansprüche erhebt. In diesem Falle erhält der Schuldner sein verpfändetes Eigentum zwar ausgeliefert, muß sich aber verpflichten, die von dem Gericht noch als schuldig erkannten Beträge an den Gläubiger zu zahlen. Gewöhnlich ist jeder Interessent berechtigt, die Einlösung vorzunehmen und die bill of equity anzustreben. Zu den Interessenten gehört in erster Linie der Schuldner und sodann alle diejenigen, die bei der foreclosure einen Verlust erleiden würden. Bei letzteren ist nicht notwendig, daß sie,

um das gesamte Pfand einlösen zu können, ein Interesse an diesem gesamten Pfande besitzen. Gewöhnlich darf nur der Schuldner einlösen und die, die außer ihm einen gesetzlichen Anspruch genießen. Ein auf dem Billigkeitsrecht beruhender Anspruch verleiht dieses Recht nicht. Daher kann ein Bondholder, der auch nur einen Billigkeitsanspruch hat, keine Bill of redemption erlangen. Er kann aber ermächtigt werden, den Namen des Besitzers des gesetzlichen Anspruchs (legal title), also in diesem Falle des Trustee, zu benutzen und in dessen Namen vorzugehen. Der Trustee ist der eigentlich zur Einlösung Berechtigte. Wenn dieser sich weigert, können die Bondholders sein Einlösungsrecht geltend machen.

Es ist im allgemeinen Regel, daß eine Mortgage ein Ganzes bildet und im ganzen eingelöst werden muß, und daß der Gläubiger nicht gezwungen werden kann, seinen Anspruch und seine Sicherheit zu teilen. Der Gläubiger ist, falls er im Besitz des Pfandes ist, (z. B. collateral securities) für alle Einnahmen aus demselben rechenschaftspflichtig und muß dieselben zur Abzahlung der Mortgage bzw. der Zinsen verwenden. Er darf aus dem verpfändeten Gut keinen Gewinn ziehen. Daher muß er bei Einlösung des Pfandes durch einen Interessenten eine Aufstellung seiner Einnahmen aus dem verpfändeten Gut machen und ist berechtigt, sich alle Ausgaben, die ihm aus dem Besitz des Pfandes erwachsen sind, ersetzen zu lassen. Diese Bestimmung ist heute nicht mehr so wichtig, da der Gläubiger nur selten den Besitz des Pfandes antritt. In vielen Staaten ist dies überhaupt vor der foreclosure gesetzlich verboten.

Das Recht, gegen den Schuldner prozessual vorzugehen, entsteht gewöhnlich durch die Nichtzahlung von Zinsen oder Kapital zu einer hierfür bestimmten Zeit. Eine Unterlassung der Zinszahlung am festgesetzten Termin gibt dem Gläubiger sofort das Recht, die Mortgage auszuschließen (to foreclose), wenn auch der Termin der Kapitalrückzahlung noch nicht herangekommen ist. Jones führt hier wiederum ein charakteristisches Urteil an § 1177): »Sobald ein Verzug in der Zinszahlung eingetreten ist, hat der Pfandgläubiger jederzeit das Recht, die Ausschließung (foreclosure) der Mortgage zu beantragen; denn sein Recht wird durch die Nichtzahlung der Zinsen wirksam, da die Verpfändung unter einer Bedingung erfolgt war, die nicht erfüllt worden ist.«

Es findet sich in den Mortgages meist eine Bestimmung, die gestattet, die Mortgage verfallen zu erklären, wenn die Verein-

barung über eine Zahlung nicht innegehalten wird, und die in diesem Falle die Rückzahlung der ganzen Schuld verlangt. Wenn in der Mortgage bestimmt wird, daß sie im Falle einer Nichtzahlung nach Belieben des Trustee (at the election of the Trustee) hinsichtlich des Kapitals und der Zinsen zurückzuzahlen ist, so wird die Mortgage doch erst auf Verlangen des Trustee fällig. Es genügt dann die Erklärung des Trustee: »Having elected to declare said Mortgage due and payable, as by said Mortgage he was authorized to do, according to the terms and conditions thereof, he had proceeded to exercise the power.« Gewöhnlich genügt sogar schon das gerichtliche Vorgehen des Trustee, um seine »election« zu beweisen. Dieses Recht steht nur dem Trustee zu, nicht dem einzelnen Bondholder. Lediglich die Majorität der Bondholders kann ebenfalls eine Mortgage für verfallen erklären.

Wenn der Trustee beschlossen hat, die Rückzahlung des Kapitals zu verlangen, so kann er nicht gezwungen werden, von dieser Maßnahme abzustehen und die Zinszahlung noch nachträglich anzunehmen. Andererseits würde die Annahme der Zinszahlung bedeuten, daß der Trustee das Verfahren gegen die Eisenbahngesellschaft einstellt. Dieses ist jedoch nicht der Fall, wenn der Trustee die Rückzahlung eines Teils der Kapitalschuld annimmt.

Wenn eine Zahlungsstockung eingetreten ist, kann der Gläubiger alle Mittel, sein Recht aus der Mortgage geltend zu machen, (to enforce the Mortgage), auf einmal oder sukzessive anwenden. Er kann zu gleicher Zeit den Schuldner gerichtlich belangen lassen, auf Besitzüberlassung des Pfandes klagen und ein Billigkeitsurteil anstrengen, das die Mortgage als verfallen erklärt. Das widerspricht gänzlich dem Prinzip, daß gegen einen Schuldner zur gleichen Zeit wegen derselben Schuld nur eine Klage schweben soll. »Aber die Mortgage bildet eine Ausnahme von dieser Regel; der Pfandgläubiger hat das Recht, hinsichtlich der Mortgage ein Billigkeitsurteil anzustrengen und zu gleicher Zeit hinsichtlich der Obligation gerichtlich vorzugehen.« (Jones § 12.)

Das Recht der foreclosure wird nicht durch eine gerichtliche Entscheidung über die Befriedigung aus dem Pfand beeinträchtigt, denn die Grundlage der Prozesse ist beide Male verschieden. Erstere bedeutet eine persönliche und letztere eine dingliche Klage.

Eine spätere Zahlung hebt beide Urteile auf, das gegen die Person und das hinsichtlich der Sache.

Das Recht der foreclosure, das dem Gläubiger zusteht, ist das Gegenstück zu dem vorher besprochenen right of redemption

des Schuldners. Hierüber schreibt Holdheim: »Dem Anspruch des Schuldners auf Einlösung entspricht das Recht des Gläubigers auf Besitzeinweisung; beide sind korrespektive Begriffe, Ausdrücke für das entsprechende Recht, je nachdem man sich auf den Standpunkt des Schuldners oder des Gläubigers stellt. Bei bestimmten Zahlungsterminen kann der Schuldner bis zum Verfall der Schuld das Pfand einlösen; sobald der Schuldner in Verzug gerät, wird er mit seinem Einlösungsrecht ausgeschlossen . . . . Besteht kein bestimmter Zahlungstermin, so muß der Gläubiger den Schuldner erst durch die Aufforderung, das Einlösungsrecht geltend zu machen, in Verzug setzen.«

Gegen die Einlösungsklage kann der Gläubiger, wie oben bereits bemerkt, als einziges Mittel eine Klage auf Ausschluß des Wiedereinlösungsrechts (foreclosure suit) anstrengen. Durch die foreclosure gelangt der Gläubiger in den Besitz des Pfandobjektes. Dieser Besitz ist aber kein absoluter und definitiver, denn in den meisten Staaten ist die Bestimmung getroffen, daß das Pfand möglichst bald nach der Besitzantretung durch den Gläubiger im Interesse der beteiligten Parteien verkauft werden wird. Der Erlös aus diesem Verkauf dient dazu, die Schuld zu tilgen; der Überschuß abzüglich der Kosten steht dem Schuldner zu. Ein solcher Verkauf geschieht durch einen Spezialkommissar, der vom Gericht hierzu bestimmt wird. Dieser hat auch bis zur Erledigung des Verkaufs die Verwaltung der Gesellschaft zu leiten. Der Referee — so werden diese Kommissare in Eisenbahnangelegenheiten meist genannt — hat über seine Tätigkeit einen genauen Bericht an das Gericht zu erstatten.

Die Zeit und der Ort des Verkaufes, die Festsetzungen und Bestimmungen hierüber können durch das Gericht oder dessen Kommissar bestimmt werden. Gewöhnlich sind sie aber bei den Eisenbahnen schon durch die Mortgage festgelegt. Hier finden sich sogar häufig bereits die Anordnungen, in welchen Zeitungen und in welchen Zwischenräumen der Verkauf bekannt gemacht werden soll.

Der Verkauf des Pfandes wird im ganzen abgeschlossen, denn er ist ein gerichtlicher Verkauf und als solcher begreift er alles in sich, was zur Zeit des Verkaufs vorhanden ist.

Der Kommissar, der den Verkauf leitet, soll dabei zugegen sein; der Verkauf erfolgt durch öffentliche Versteigerung. Den Zuschlag erhält der Meistbietende, wenn das Gericht nichts anderes bestimmen sollte. Der Kommissar kann für die Versteigerung

einen Auktionator bestellen. Die Anwesenheit des ersteren ist erforderlich, da er die Interessen aller Parteien vertritt und so die Aufgabe hat, darauf zu achten, daß ein annehmbarer Preis erzielt wird. Da er allein berechtigt ist, die Versteigerung zu verschieben, muß er schon aus diesem Grunde zugegen sein. Der Aufschub ist erforderlich, wenn am Platze und zur Zeit der Auktion kein anderer Bieter vorhanden ist, als der Pfandgläubiger oder dessen Bevollmächtigter. Gewöhnlich geschieht die Verschiebung auf Antrag einer der beiden Parteien. Der Kommissar ist aber verpflichtet, im angegebenen Fall auch gegen den Willen derselben die Versteigerung abzusagen.

Wenn die Versteigerung endgültig stattgefunden und sich ein Käufer eingestellt hat, muß der Verkauf durch das Gericht bestätigt werden. Die Annahme eines Gebots gibt dem Käufer zunächst noch keinen rechtskräftigen Anspruch. Er ist nur ein bevorzugter Bieter, der aber noch dem Zuschlag durch das Gericht unterworfen ist. Es bleibt dem Gericht gänzlich überlassen, ob es den Verkauf gutheißen will oder nicht. Es hat dabei die Pflicht, vorsichtig und gerecht, im Interesse aller Parteien, seine Entscheidung zu treffen.

Die Zahlung soll in barem Gelde geschehen. Der Käufer ist jedoch meist berechtigt, auch die Bonds, die durch die verfallene Mortgage gesichert wurden, zu ihrem Einlösungspreis als Zahlung zu geben.

Hieraus ergibt sich auch, daß der Trustee und die Bondholders als Käufer des Pfandes auftreten dürfen.

Der Erlös eines solchen Verkaufes muß so verteilt werden, wie es das Gericht beschließt, oder seiner früheren Praxis entsprechend. Im allgemeinen kann man sagen, daß der Kommissar dem Gläubiger oder dessen Bevollmächtigten den Betrag der »Mortgage debt« einschließlich der bis dahin aufgelaufenen Zinsen und Kosten des Verfahrens auszahlt. Es muß sich diese Zahlung bestätigen lassen und die Quittung seinem Bericht über den Verkauf beifügen. Die Aufgabe des Gerichtes ist es dagegen, die Fragen über die Priorität der verschiedenen Ansprüche zu entscheiden und dafür zu sorgen, daß das Geld richtig in die Hände der Gläubiger gelangt. Wenn ein Gläubiger, um seine Sicherheit zu wahren, gezwungen war, Steuern oder andere Lasten für das Pfand zu zahlen, so kann er diesen Betrag nebst Zinsen auf die ihm geschuldete Summe bei foreclosure der Mortgage schlagen.

Sind dagegen noch Steuern zu zahlen, so geschieht dies aus

dem Erlös der Versteigerung und zwar geht diese Schuld allen anderen voraus.

Sollte dann noch ein Rest verbleiben, so erhält diesen die Eisenbahngesellschaft, ihre etwaigen Rechtsnachfolger oder andere, die gesetzlich hierzu berechtigt sind.

Wenn aber das Gegenteil eintritt, der Erlös also nicht hoch genug ist, um die Schuld daraus zurückzuzahlen, steht es dem Gericht zu, den Pfandschuldner oder einen anderen, der für die Schuld haftbar ist, zur Zahlung des Restbetrages zu verurteilen. Diesbezüglich enthalten die Gesetzbücher von New York, Wisconsin, Nebraska, North Carolina, South Carolina und Florida wörtlich dieselben Bestimmungen.

Andere, doch im Sinne ungefähr gleiche Bestimmungen finden sich auch in den sonstigen Staaten der Union.

Für die Höhe der fehlenden Summe ist der Verkaufsbericht des Kommissars maßgebend. Dieser gibt gewöhnlich an, wer für die Zahlung der Restsumme haftbar ist. Das Gericht hat dann die endgültige Entscheidung zu treffen und im Notfalle zur Pfändung zu schreiten.

Außer diesem foreclosure-Verfahren hat der Gläubiger in den meisten Staaten auch noch das Recht, den Verkauf ohne förmlichen Ausschluß des Einlösungsrechts des Schuldners vorzunehmen. »Aber einmal muß er dazu erst im Besitz des Pfandes sein, sodann kann der Verkauf stets nur in öffentlicher Versteigerung auf Grund gerichtlicher Ermächtigung erfolgen. Der Nachteil bei dieser direkten Ausübung des sogenannten »power to sell«, das in der Regel ausdrücklich in der Mortgageurkunde aufgenommen wird, liegt aber darin, daß der Verkauf erst nach längerer Frist gestattet wird und immer von neuem verschoben werden kann. Demgegenüber ist das Verfahren auf foreclosure schneller und daher praktischer.« (Holdheim.)

Zum Schluß ist jetzt noch von der Bestellung des receiver, eines behördlich bestellten Verwalters, zu sprechen.

Ein Verwalter für die Einkünfte und Gewinne kann pendente lite bestellt werden, wenn die Mortgage unzulänglich und die persönlich haftenden Parteien insolvent sind, oder wenn in der Mortgage bestimmt ist, daß der Pfandgläubiger die Einkünfte und Gewinne nach der Zahlungseinstellung des Schuldners zu erhalten hat. Die bloße Tatsache, daß eine Unregelmäßigkeit in der Rückzahlung der Schuld eingetreten ist, bildet noch keinen genügenden Grund für die Einsetzung des receiver, wenn nicht

in der Mortgage bestimmt war, daß der Gläubiger von diesem Zeitpunkt an die Einnahmen erhalten soll.

Bei der Einsetzung eines receiver für Eisenbahngesellschaften kommt dann noch in Betracht, daß der Gläubiger fürchten muß, daß bei weiterer Verwaltung durch die Gesellschaft die Bahn und somit auch seine Sicherheit noch mehr geschädigt wird. Schließlich könnte dann noch der Fall eintreten, daß der Betrieb der Bahn eingestellt werden muß, und das bedeutet einen unberechenbaren Verlust nicht nur für den Pfandgläubiger, sondern auch für das Wohl der Gesamtheit.

In mehr als der Hälfte der Staaten hat der Gläubiger keine gesetzlichen Rechte, die ihm bei Zahlungsverzug des Schuldners zustehen, so daß seine Zuflucht zur »equity« die einzige Hilfe ist; aber auch da, wo Mittel für den Besitzantritt gegeben sind, bietet die Bestellung des receiver eine besondere Unterstützung für ihn.

In einigen Staaten besteht die Bestimmung, daß in dem foreclosure-Verfahren und bei dem Zwangsverkauf des Pfandes ein receiver bestellt werden kann, wenn Verlust, Beschädigung oder Entwertung des Pfandes droht, wenn ferner die Bedingungen der Mortgage nicht erfüllt werden und schließlich, wenn der Erlös aus dem Pfand nicht zur Deckung der Schuld genügt. Dies gilt für die Gesetze von California, Arkansas, Kentucky, Dakota, Montana, Wyoming, Washington, Ohio und New York.

Es ist allgemein die Regel, daß die Bestellung des receiver erst nach Einreichung einer Klage auf foreclosure erfolgen kann. Daraus ergibt sich, daß die Schuld bereits fällig, aber noch nicht zurückgezahlt ist, wenn ein receiver bestellt wird.

Der receiver ist der Vertreter aller interessierten Parteien: des Pfandgläubigers, des Pfandschuldners und aller derer, die unter diesen beteiligt sind, und seine Rechte stehen höher als die der genannten. Der receiver einer zahlungsunfähigen Gesellschaft vertritt auch die Interessen der Kreditoren und der Aktionäre. Er darf hinsichtlich des verpfändeten Eigentums nur seinen Pflichten als receiver gemäß handeln, auch wenn er selbst Gläubiger ist. Auf ihn geht der ganze Besitz über, und er hat die Verwaltung des verpfändeten Unternehmens zu leiten. Hierbei darf er ohne die Genehmigung des Gerichtes keine außergewöhnlichen Ausgaben machen, noch Prozesse anstrengen.

Sein Besitz ist der Besitz des Gerichtes und ohne dessen Einwilligung kann sich niemand, weder direkt noch indirekt, mit dem Eigentum befassen. Gleichwie der Trustee hat auch der

receiver die Verpflichtung, den Besitz genau so sorgfältig zu verwalten, wie wenn dieser sein persönliches Eigentum wäre.

Die Ermächtigung des receiver ist eine so weitgehende, daß er sogar berechtigt ist, nach Erlaubnis des Gerichtes fest verzinsliche Obligationen auszugeben, welche sogar der an erster Stelle haftenden Mortgage vorgehen. »Ursprünglich beschränkt auf Fälle dringenden Bedarfes, hat sich allmählich eine immer laxere Praxis in der Bewilligung des Gerichts zur Aufnahme von Darlehen durch den receiver herausgebildet, so daß gegenwärtig die Ausgabe von Receiverzertifikaten zu allen Zwecken stattfindet, welche im Interesse des verwalteten Unternehmens liegen, und auch zur Zahlung der fälligen Zinsen des Mortgageanlehens selbst verwendet wird. Regel ist, daß die interessierten Parteien vorher gehört werden, und das Gericht sucht sich möglichst durch die Zustimmung derselben zu decken. Doch ist die Gültigkeit der gerichtlichen Genehmigung an eine solche Zustimmung nicht gebunden. Die so mit Genehmigung des Gerichts ausgegebenen Zertifikate stellen keine Schulden der Gesellschaft dar, sondern sind sozusagen vom receiver kontrahierte Masseschulden; sie begründen ein erstes Anrecht auf das Eigentum der Bahn und deren Einnahmen; doch kommt es auch vor, daß nach der Anordnung im konkreten Falle dem ersten Mortgageanlehen sein Vorrecht gewahrt bleibt, Die Sicherheit besteht darin, daß das Eigentum, auf welches hin die Zertifikate ausgegeben sind, sich im Besitze des Gerichts, vertreten durch den receiver, befindet, und daß das Gericht verpflichtet ist, das Eigentum und dessen Einkünfte nicht früher aus seiner Aufsicht herauszulassen, bevor nicht die Schuld bezahlt ist; die Zertifikate sind in der Regel in kurzer Zeit rückzahlbar, spätestens bei dem Verkauf der Bahn.« (Holdheim.)

Ein receiver, der in gutem Glauben gehandelt, aber Fehler gemacht hat, ist für seine Handlungen nicht haftbar. Überschreitet er aber willkürlich und unrechtmäßig seine Befugnisse, so muß er für den aus seiner Handlungsweise entstehenden Schaden aufkommen.

Alle Klagen gegen den receiver können nur nach Erlaubnis des Gerichts, das ihn eingesetzt hat, durchgeführt werden. Wird diese nicht gewährt, so bleibt dem Kläger als einziges Mittel die Einreichung einer Petition beim Gericht übrig.

Durch die Einsetzung des receiver erhält der Gläubiger einen gerechten Anspruch nicht nur auf die gerade fälligen, sondern auch auf die späteren Einkünfte und Gewinne. Der receiver darf aber nicht vom Schuldner oder einem jüngeren Pfandgläubiger

die Einkünfte zurückfordern, die sie vor Bestellung des receiver aus der Bahn gehabt haben.

Der Schuldner, dessen Eigentum dem receiver zur Verwaltung ausgeliefert wurde, hat jederzeit das Recht seine Schuld zurückzuzahlen und dafür die Auslieferung seines Eigentums zu fordern. Dieses Recht hängt nicht von der Entscheidung des Gerichts ab, sondern der Schuldner kann es beanspruchen, und das Gericht kann es ihm nicht vorenthalten, Die Rückzahlung löscht den Grund zur Klage aus und obwohl der receiver im Interesse aller Beteiligten eingesetzt ist, so fällt doch mit der Ursache zur Klage der Anspruch der anderen Parteien auf die weitere Funktion des receiver fort. Andererseits kann aber der Kläger während der Dauer des Prozesses die Entsetzung des, ja auf seinen eigenen Antrag bestellten, receiver nur erreichen, wenn alle beteiligten Parteien damit einverstanden sind.

Die ersten Bonds, die von einer Gesellschaft ausgegeben wurden, sollten natürlich zum Bau der Bahn dienen; sie wurden darum auch meistens Construction Bonds genannt. Ihnen wurde fast stets die ganze Bahn verpfändet; auch die Landschenkungen, welche die Gesellschaften später erhielten, wurden als Sicherheit in die Mortgage mit einbegriffen. Ein Beispiel für solche Obligationen sind die Construction Bonds der Illinois Central RR. In den »Documents relating to the organization of the Illinois Central Railroad Company« vom Jahre 1852 wird als Zweck der Ausgabe von $ 17000000 7% Construction Bonds die Bezahlung der »Construction accounts« angegeben. Hierzu hat man folgende Ausgaben gerechnet:

1. Die Kosten, die durch die Konzessionierung und die Organisation der Gesellschaft und durch die Landschenkungen entstanden sind;
2. die Kosten, die mit der Gründung der Gesellschaft zusammenhängen, einschließlich der Entschädigung der Treuhänder (Trustees) und der Anwälte (Solicitors) der Gesellschaft;
3. die Kosten der Vorarbeiten durch die Ingenieure usw.
4. die Kosten für Wegrechte und Entschädigungen, sowie die Gerichtskosten usw.
5. die gesamten Bau- und Anlagekosten;
6. die Kosten der Ausrüstung, wie Wagen, Lokomotiven usw.
7. die Transportkosten für die zum Bau notwendigen Materialien;

8. die Zinsen für alle Schulden während der Zeit des Baues, einschließlich der halbjährlichen Zinszahlung der Bonds bis zur Eröffnung der gesamten Strecke; ferner die Dividenden auf das Aktienkapital, deren Zahlung die Direktoren während der Zeit des Baues anordnen konnten (!).

Die Sicherung der Bonds war eine doppelte, nämlich eine solche des Kapitals und eine solche der Zinsen.

Das Kapital wurde gesichert:

1. Durch ein Pfandrecht auf die ganze Strecke nebst Eigentum, ausschließlich des beweglichen Zubehörs, wie Wagen, Lokomotiven usw. Dieses Pfand sollte im Werte allmählich immer höher steigen, je weiter der Bau der Bahn und mit ihm die Erschließung und Blüte des Landes fortschritten.

2. Durch ein Pfandrecht auf 2000000 acres geschenkten Landes. Um diesem Pfand einen entsprechenden Wert zu verleihen, wurde der Preis für Landverkäufe auf $ 5—20 per acre, je nach der Lage der Grundstücke, festgesetzt. Es rechnete sich dadurch ein Durchschnittspreis von $ 9 heraus, zu welchem die 2000000 acres dem Betrag der ausgegebenen Bonds entsprochen hätten. Da aber die zwischen den erhaltenen Ländereien liegenden Grundstücke, welche die Regierung für sich zurückbehalten hatte, bereits zu $ 2.50 per acre verkauft werden durften, bestand für die Bahngesellschaft wenig Aussicht ihr gesamtes Land zu den angegebenen Preisen verkaufen zu können.

Der Preis, welchen die Gesellschaft durch Verkauf ihrer Grundstücke erzielte, ermäßigte sich jedoch vielfach um 30% dadurch, daß sie ihre eigenen Bonds zu pari in Zahlung nehmen mußte, obwohl dieselben damals nur 70% notierten. Da aber die der Gesellschaft so wieder zugekommenen Bonds nicht wieder ausgegeben werden durften, erhöhte sich dadurch die Sicherheit für die noch umlaufenden Bonds. Bestanden bei den Besitzern aber trotzdem Zweifel an der Güte der Bonds, so konnten sie einfach Grundstücke von der Gesellschaft kaufen und sich durch die Bezahlung in Bonds ihres Besitzes an solchen entledigen.

Die Zinsen der Bonds wurden durch Pfandrecht auf $ 2000000, die für verkaufte Shares noch eingehen sollten, und auf 250000 acres gesichert. Von diesen waren bis 1855 bereits 102000 acres zu einem Durchschnittspreise von $ 2.50 per acre verkauft.

Wenn der Erlös der Bonds, die durch ein Pfandrecht an erster Stelle gesichert waren, für die Zwecke der Bahngesellschaft nicht ausreichten, mußte diese sich dazu entschließen, noch mehr

Obligationen auszugeben. Diese wurden dann meist durch 2. oder 3. Hypothek sicher gestellt, wodurch sie im Range entsprechend hinter den erststelligen Bonds rangierten. Solche Bonds wurden unter dem Namen »Junior Mortgage Bonds« zusammengefaßt.

Später entstanden auch die Prior Lien Bonds. Diese waren ebenfalls durch eine Mortgage sicher gestellt und hatten, wie ihr Namen schon andeutet, ein Vorrecht vor anderen Mortgage Bonds. Im gewöhnlichen gehen sie im Range allen Obligationen voraus, wenn es auch vorkommt, daß ihr Name nur besagen soll, daß die Prior lien Bonds einer anderen Anleihe übergeordnet sind. Diese Bondsgattung hat nie eine sehr bedeutende Rolle gespielt und wurde von jeher nur selten angewandt.

In der Folge stieg der Verkehr auf den Eisenbahnen rascher, als die Länge der Strecken zunahm. Während z. B. die Meilenzahl in den Zeiträumen von 1885—1895 und von 1895—1905 nur um 41,45% resp. 20,72% zunahm, erreichte die Verkehrszunahme in denselben Zeiträumen die Höhe von 66% und 115,84%. Um diesen zunehmenden Verkehr bewältigen zu können, mußten die Bahnen schon früh danach trachten, ihre Strecken und ihre Transporteinrichtungen zu verbessern und auszubauen. Die Kosten, die dadurch entstanden, konnten meist nicht mehr durch Bonds mit erstem Pfandrecht aufgebracht werden, da das ganze oder der größere Teil des Eigentums der Gesellschaft meist schon seit dem Beginn des Baues hypothekarisch belastet war. Darum hat man oft das Mittel angewandt, »General mortgages« zu schaffen. Diese Bezeichnung besagte, daß die Bahngesellschaft, die bereits früher Mortgage Bonds ausgegeben hatte, nunmehr weitere Bonds, jedoch mit einem allgemeinen Pfandrecht auf das gesamte Bahnnetz, emittierte, die aber im Range natürlich den früheren Mortgage Bonds nachfolgten. Derartige Bonds haben, besonders in der Zeit des Zusammenschlusses der Bahnen, auch den Namen »Consolidated Bonds« erhalten.

Ein Teil des Erlöses solcher Bonds wurde meist dazu bestimmt, ältere First Mortgage Bonds am Termin ihrer Fälligkeit einzulösen. Auf diese Weise trat dann die Hypothek der General Mortgage Bonds in das Pfandrecht dieser eingelösten Bonds ein, wodurch ihre Sicherheit allmählich immer besser wurde. Da die General Mortgage Bonds meist in sehr hohen Beträgen geschaffen werden, wurde in ihrer Mortgage häufig bestimmt, ein wie hoher Bondsbetrag jährlich für zukünftigen Bedarf, wie Vornahme von Verbesserungen etc., ausgegeben werden sollte. Dadurch wollte

man die Ausgabe zu vieler Bonds auf einmal verhindern, wodurch die Lasten der Bahn zu sehr gesteigert und der Kurs der Bonds ungünstig beeinflußt worden wären; ferner wollte man dadurch vermeiden, daß die Bahn durch den Verkauf eines zu hohen Bondsbetrages mehr Mittel erhalte, als sie im Laufe eines Jahres zu Verbesserungszwecken bedurfte. Als Beispiel einer solchen Mortgage kann die der Cleveland, Cincinnati, Chicago and St. Louis RR., der sog. »Big Fours«, vom Jahre 1893 dienen.

Obwohl die Anlage von Kapitalien in »General Mortgage Bonds« nicht immer risikolos war, bedeutet dies noch kein Argument gegen die Ausgabe solcher Bonds. Solange die Bahngesellschaft nämlich bei Eingehung neuer Bondsschulden darauf achtete, daß ihre Gesamtverschuldung den Minimalwert ihres Eigentums nicht überstieg, und solange der Verkehr und damit die Einnahmen der Bahn die Zinszahlung der Bonds gesichert erscheinen ließen, bestand und besteht kein Grund, die Ausgabe von General Mortgage Bonds abfällig zu beurteilen.

Wenn bereits die Consolidated Mortgage Bonds die Aufgabe haben, die früher ausgegebenen Bonds einer Gesellschaft zum Teil zu tilgen und die Zahl der ausstehenden Bondsarten zu vermindern, so ist dies noch in weiterem Maße bei den Refunding Bonds der Fall.

Man kann also die Hauptaufgabe dieser heute sehr gebräuchlichen Bondsart darin erblicken, die finanzielle Grundlage der Gesellschaft, die durch viele kleinere Bondsausgaben nach und nach ziemlich kompliziert geworden war, wieder auf eine einfachere Basis zu stellen. Außerdem können die Refunding Bonds, was natürlich für die Gesellschaft ebenfalls von großem Wert ist, den heutigen Verhältnissen entsprechend zu einem niedrigeren Zinsfuß ausgegeben werden, als die aus ihrem Erlös heimzuzahlenden älteren Bonds. Die Gesellschaft kann also dadurch ihre jährlichen Zinslasten etwas verringern.

Die Refunding Bonds sind meist hypothekarisch sicher gestellt, wenn auch dieses Pfandrecht bei Ausgabe der Bonds, infolge der vielen früheren Verpfändungen, vielfach kein sehr großes ist. Da aber die Refunding Bonds an die Stelle der älteren Bonds bei deren Rückzahlung treten, wird ihr Pfandrecht in der Regel nach und nach besser. In der sie sichernden Mortgage wird genau festgesetzt, wie viele Bonds zur Rückzahlung der einzelnen, aufgeführten älteren Werte bestimmt sind und wie viele für Verbesserungen und Neuanschaffungen ausgegeben werden können. Bei

letzterem Zweck ist meistens vorgesehen, daß für Verbesserungen nur eine gewisse Anzahl von Bonds in einem Jahre ausgegeben wird und daß Neuanschaffungen auch nur zu ganz bestimmten Bedingungen durch Ausgabe von Refunding Bonds finanziert werden dürfen. Eine solche Bedingung ist meistens die, daß die Refunding Bonds auf Neuanschaffungen ein erstes Pfandrecht erhalten müssen.

Als Beispiel einer solchen Mortgage sei hier die Ausgabe von $ 160 000 000 4 % First Refunding Mortgage Bonds der Southern Pacific Railroad Company im Jahre 1905 angeführt. Der Erlös dieser Bonds war teilweise dazu bestimmt, alte Obligationen der Southern Pacific Railroad Company und der mit ihr vereinigten Gesellschaften heimzuzahlen. Eine wie große Verminderung der festen Lasten hierdurch herbeigeführt wurde, läßt die folgende Aufstellung erkennen, die die ausstehenden Beträge und den Zinsfuß der zu tilgenden Obligationen angibt. Da die Ausgabe der neuen Bonds gegen Tilgung des gleichen Nominalbetrages alter Bonds erfolgt, konnte noch ein beträchtlicher Teil der Anleihe zu Verbesserungen verwandt werden, ohne daß diese Mehrverschuldung eine große Zunahme der festen Lasten im Gefolge hatte.

Ausstehender Betrag:	Zinsfuß:	Jahr der Ausgabe:
$ 2 250 000	7%	1867
1 595 000	6%	1871
29 011 000	6%	1875
500 000	5%	1875
1 998 000	6%	1875
1 000 000	3%	1875
5 156 000	6%	1877
10 000 000	6%	1879
4 180 000	6%	1880
3 533 000	6%	1886
4 751 000	5%	1889
24 524 000	5%	1893
$ 88 498 000		

In ähnlichem Sinne sollten auch die früher in manchen Fällen zur Ausgabe gelangten Unified Bonds wirken. Durch sie sollten gleichfalls verschiedene Klassen und Arten von früher ausgegebenen Bonds auf einer Basis vereinigt werden. Man hoffte dadurch sowohl eine Vereinfachung der Schuldverhältnisse einer Gesellschaft, als auch eine niedrigere Verzinsung zu erzielen.

Als Beispiel solcher Unified Mtge. Bonds können die im Jahre 1890 geschaffenen $ 75000000 4% Unified Mortgage Bonds der Louisville & Nashville RR. Co. angeführt werden. Von dem Gesamtbetrag dieser Bonds wurden $ 41917660 zur Tilgung älterer Bonds verwendet. Von diesen älteren Werten waren zu verzinsen:

mit 7% $ 14312000
„ 6 „ „ 25841660
„ 5 „ „ 1764000,

so daß also der Gesellschaft die Ausgabe dieser Bonds, soweit sie sich auf die Tilgung älterer Anleihen bezog, eine jährliche Zinsersparnis von $ 963833 erbrachte.

Etwas von den gewöhnlichen Mortgagebonds der Bahngesellschaften abweichend sind die Terminal Bonds, d. h. die durch Bahnhofanlagen gesicherten Bonds.

In Amerika gehören vielfach in wichtigen Plätzen die Terminals, die Bahnhofsanlagen, nicht den dortigen Eisenbahnen, sondern einer besonderen Terminal Company. Diese verpachtet dann ihre Anlagen an eine oder mehrere Eisenbahnen. Daneben haben aber auch viele Bahngesellschaften, die eben ganz unabhängig von einer Bahnhofsgesellschaft sein wollen, ihre eigenen Bahnhofsanlagen. Terminal Companies sowohl, wie Eisenbahngesellschaften mit eigenen Bahnhofsanlagen geben sogenannte Terminal Mortgage Bonds aus, welche sich beim Publikum meist einer großen Beliebtheit erfreuen. Den genannten Bonds ist der Grund und Boden, auf dem der Bahnhof errichtet ist, mit allen Anlagen zur Sicherstellung verpfändet. Dieses Gelände mit seinem Zubehör wie Bahnhofsgebäude, Schuppen usw. ist besonders in großen Städten von hohem Wert und bietet daher eine sehr gute Sicherheit für die Bonds, denen es verpfändet ist. New York und St. Louis Bahnhofsobligationen geben hierfür ein sicheres Zeugnis ab. Der Kurs z. B. der $4^1/_2$% Terminal Bonds of St. Louis beträgt augenblicklich 105% ca.

Wird ein Bahnhof von mehreren Bahngesellschaften benutzt, so liegt die Sache etwas anders. Hier frägt es sich stets, ob nicht eine der Gesellschaften eines Tages den alten Bahnhof nicht mehr benutzt und die Anlagen einer anderen Terminal Company bevorzugt.

Bei Ausgabe solcher Bonds durch Eisenbahngesellschaften wird oft auch das Bahnhofsgelände kleinerer Stationen mitverpfändet; infolgedessen ist der Wert der verpfändeten Objekte manchmal nicht ebensogroß wie im vorerwähnten Falle.

Außer den erwähnten besteht noch eine ganze Anzahl weiterer Bondsarten.

Diese unterscheiden sich jedoch nur nach ihrer Benennung, die meist den Zweck, zu dem die Bonds ausgegeben wurden, oder das Objekt, das ihnen zur Sicherstellung verpfändet worden ist, andeuten soll.

Da alle die genannten Bondsarten durch Mortgages gesichert sind, frägt es sich schließlich, ob der Wert der verpfändeten Objekte die Höhe der Bonds rechtfertigt, zu deren Sicherstellung diese Mortgages aufgenommen worden sind.

Buchmäßig ist dieser Wert ja wohl in den weitaus meisten Fällen vorhanden. Die Frage aber, ob er bei einem Verkauf der Bahn, der nicht freiwillig erfolgt, erzielt werden kann, so daß alle Gläubiger befriedigt werden können, ist meistens zu verneinen. Die Sicherheit der Gläubiger hängt darum weniger von dem Wert des Eigentums ab, als von dem Gang des Geschäftes der Gesellschaft, d. h. also von der Größe des Verkehrs, der sich auf der Bahn abspielt. Nur wenn durch den Transport von Menschen und Gütern ein Gewinn erzielt wird, welcher die festen Lasten der Bahn übersteigt, sind die Obligationen der Gesellschaft sicher, andernfalls nicht. Die Besitzer der Mortgage Bonds müssen sich stets auch darüber klar sein, daß bei einem Verkauf der Aktiva einer Bahngesellschaft der Kreis der Käufer naturgemäß ein äußerst beschränkter ist, da hierbei fast stets nur Eisenbahngesellschaften in Frage kommen, die ein Interesse daran haben, die zum Verkauf stehende Bahn ihrem eigenen System anzugliedern.

Die Mortgages der Bahngesellschaften sind zwar, wie wir oben gesehen haben, ihrem Inhalt und ihrer Form nach genauen Gesetzen unterworfen, welche die Verpfändung des Eigentums in jeder Hinsicht regeln; kaufmännisch betrachtet, beruht aber der Wert und die Sicherheit einer Mortgage allein auf den Einkünften einer Bahn. Darum ist es auch unbedingt erforderlich, daß der Betrieb einer Bahn nicht unterbrochen wird, was ja auch im Interesse der Allgemeinheit absolut notwendig ist. Selbst wenn die Bahn teilweise ungünstige Resultate ergibt, ist der Betrieb aufrecht zu erhalten, da sonst der Verlust, den die Gläubiger erleiden, ein vollständiger wird. So ergibt sich schließlich, daß der Wert einer Mortgage von drei Faktoren abhängig ist, von dem Wert des Pfandes, von der Höhe der Nettoeinnahmen und endlich von der Höhe des nach Zahlung der festen Lasten verbleibenden Überschusses.

Die Feststellung, daß der Wert des Pfandes auf dem geschäftlichen Erfolge der Bahn beruht, erklärt auch die Mittel, deren man sich seit einiger Zeit bedient, wenn eine Bahn zahlungsunfähig geworden ist.

Die Mortgage erklärt, daß, sobald die Gesellschaft ihre Zahlungen einstellt, ein Foreclosure-Verfahren eröffnet und die Bahn öffentlich versteigert werden soll. Das liest sich zwar sehr gut und gibt den Kreditoren die Überzeugung, daß sie dank dieser Bestimmung vor Verlusten bewahrt bleiben, in Wirklichkeit liegt die Sache aber meist anders. Denn während diese Bestimmungen bei andersartigen Pfandobjekten vielleicht den gewünschten Erfolg herbeiführen, ist dies bei Bahnanlagen meist nicht der Fall. Denn ein Verkauf der Bahn durch Versteigerung wird die Verluste der Gläubiger meist nur vergrößern, da die Zahl der Bietenden zu klein sein wird, um einen einigermaßen befriedigenden Erlös zu erzielen. Darum ist allmählich in immer weiterem Umfange die Bestellung eines receivers angestrebt worden, sobald eine Bahn in Verzug gerät. Die Receivers verwalten die Bahn und leiten deren Betrieb dann solange, bis eine Einigung der Gläubiger und eine Neuordnung der finanziellen Verhältnisse der Bahn zustande gekommen ist, die für die Zukunft ein gewinnbringendes Arbeiten erhoffen läßt.

Diese Reorganisationen haben das Foreclosure-Verfahren gegen zahlungsunfähige Gesellschaften fast ganz verdrängt und die Verluste der Gläubiger bei Zahlungseinstellungen der schuldenden Gesellschaft bedeutend vermindert. Von der Art und Weise, wie diese Reorganisationen durchgeführt wurden und wie sie die Finanzierung der Gesellschaften beeinflußt haben, wird in einem späteren Abschnitt noch genauer zu sprechen sein.

VI. Der Absatz von Eisenbahnwertpapieren mit Hilfe von Finanzierungsinstituten.

Die ersten Bahngesellschaften, die in den Vereinigten Staaten gegründet wurden, suchten ihre Aktien und Obligationen namentlich in den Gegenden zu verkaufen, welche die geplante Bahnstrecke berühren und deren wirtschaftliche Entwicklung sie fördern sollte. Da die Bedeutung der Eisenbahnen für das Wirtschaftsleben rasch erkannt wurde, so gelang es auch meist, Käufer für deren Werte in den Kreisen zu finden, die von dem Bau der Bahn einen Aufschwung für das Land erwarteten. Infolgedessen war die Hilfe von besonderen Instituten nicht wirkungsvoll und darum auch nicht notwendig. Trotzdem sicherte man sich bereits von Anfang an die Mitwirkung geeigneter Vertrauenspersonen, die das Recht hatten, Zeichnungen auf Aktien entgegenzunehmen.

Da es in der Folge aber immer schwerer wurde, die Aktien durch einfaches Auflegen von Subskriptionslisten zu verkaufen, entwickelte sich allmählich die Gewohnheit, die Unterstützung von Finanzierungsinstituten in Anspruch zu nehmen. Die ersten Einrichtungen dieser Art, die eine erwähnenswerte Bedeutung erlangt haben, sind die sogenannten Eisenbahnbanken oder »Railroad Banks«.

Diesen Banken fiel bei der Finanzierung von Eisenbahnen eine zweifache Aufgabe zu. Zunächst sollten sie die flüssigen Mittel, die zum Bau und zur Ausrüstung der Bahn benötigt wurden, beschaffen, ohne daß die Gesellschaft gezwungen wurde, für diesen Zweck Aktien oder Obligationen auszugeben. Das heißt, die Bahnen wollten jederzeit imstande sein, ohne Schwierigkeiten flüssige Mittel zu erhalten. Dies wurde dadurch erreicht, daß den Railroad Banks die Erlaubnis erteilt wurde, Noten auszugeben. Mit deren Hilfe konnte die Bahn die ihr gelieferten Materialien und ihre Arbeiter bezahlen, solange sie hinsichtlich der Annahme der Noten auf keine Schwierigkeiten stieß. Durch dieses Hilfsmittel wurden aber die Bahngesellschaften veranlaßt, den Bau ihrer Strecke derart zu erweitern, daß er schließlich in keinerlei Verhältnis zu ihrem Kapital stand. Diese Möglichkeit der Notenausgabe verschaffte

der Bahn einen großen Kredit, der sie keinerlei Zinsen kostete, und der solange andauerte, als das Publikum die Noten als Zahlungsmittel anerkannte und selbst gebrauchte. Außerdem hatten die Eisenbahnbanken aber auch die Aufgabe, eine Vermittlung zwischen der Bahngesellschaft und dem Publikum herzustellen, die den Absatz von Eisenbahnpapieren erleichtern sollte.

Die Gefahr, welche die Tätigkeit der Railroad Banks für die Allgemeinheit bedeutete, lag hauptsächlich in der Notenausgabe, die die Kreditverhältnisse des Landes ungünstig beeinflussen und stören mußte.

Daß sie ferner die Bahnen nur schlecht finanzierten, hatte für die Allgemeinheit keine so schlimmen Folgen. Denn sobald einmal die Bahnen fertiggestellt und in Betrieb genommen waren, war wenigstens eine Eisenbahn geschaffen, die für alle Zukunft die Transporte besorgen konnte. Denn auch im Falle eines finanziellen Zusammenbruches der Bahn wurde der Betrieb derselben doch aufrecht erhalten.

Die eben geschilderten Railroad Banks kamen in den Vereinigten Staaten nur ausnahmsweise vor. Eine viel größere Rolle für die Finanzierung von Eisenbahnen spielten die gewöhnlichen Banken, die in einzelnen Staaten mit besonders großem Kapitalbedarf geschaffen wurden, die sogenannten »State Banks«. Diese Banken wurden die Mittelpunkte aller Gründertätigkeit, sie besorgten den Verkauf von Wertpapieren, kauften selbst Effekten und gaben anderen Banken und Einzelpersonen Darlehen, womit diese Eisenbahnpapiere kaufen konnten, um sie bei der State Bank als Sicherheit für die entliehenen Summen zu hinterlegen.

In ihrer Eigenschaft als Verkäufer von Effekten leisteten die Banken den Unternehmungen bedeutende Hilfe. Sie waren imstande, die Kapitalisten auf die Ausgabe neuer Effekten hinzuweisen, welche diese durch die Vermittlung der Bank früher kaufen konnten, als die übrigen Geldgeber. Durch die große Erfahrung, welche die Leiter solcher Banken allmählich in Gründungsfragen erlangten, konnten sie auch den Gesellschaften, die eine Effektenemission planten, mit gutem Rate zur Seite stehen.

Daß die State Banks selbst als Käufer von Wertpapieren auftraten, konnte keine guten Folgen haben. Ein Beispiel hierfür bildet der Zusammenbruch der zweiten United States Bank, der zum großen Teil dadurch herbeigeführt wurde, daß sie im Laufe der Zeit große Beträge Shares und Bonds gekauft hatte, die inzwischen unverkäuflich geworden waren. Den größten Schaden

richteten die State Banks aber dadurch an, daß sie Einzelpersonen die Mittel liehen, um Eisenbahnbonds zu kaufen, die dann bei den Banken als Sicherheit hinterlegt werden mußten.

Da es den Staatsbanken, die durch die Unterstützung von Eisenbahnen eine große Schuldenlast auf sich genommen hatten, erlaubt wurde, gegen die Hinterlegung von Eisenbahnbonds Noten auszugeben, wurde für die Obligationen der Bahngesellschaften ein künstlicher Markt geschaffen. Durch die Nationalbank Act von 1862 nahm auch die Union dieses Mittel, um Bonds zu plazieren, für ihre eigenen Bonds an, gegen deren Hinterlegung die Nationalbanken Noten ausgeben durften. Dadurch leistete sie den Eisenbahngesellschaften indirekt einen großen Dienst. Denn dadurch, daß die Anleihen des Bundes fast gar nicht auf den Markt gebracht wurden, wandte sich das Anlagekapital fast ausschließlich den industriellen Unternehmungen und zwar ganz besonders den Eisenbahnen zu.

Eine gewaltige Unterstützung der Eisenbahnfinanzierung bilden dann endlich die Bestimmungen der Nationalbank Act hinsichtlich der Depositendeckung. Da ihnen zufolge ein Teil der gesetzlichen Deckung der Depositen der nächst höheren Bankenklasse geliehen werden darf und schließlich die Banken in den großen Kapitalzentren New York, Chicago, St. Louis die zur Deckung bestimmten Beträge gegen Hinterlegung von Wertpapieren und zwar auch von Eisenbahnwerten ausleihen können, so ist auch durch dieses Gesetz der Markt für Eisenbahnpapiere bedeutend erweitert worden.

Seit einigen Jahrzehnten wird die Finanzierung der amerikanischen Bahnen und der Verkauf ihrer Wertpapiere fast ausschließlich durch Bankhäuser und zwar in der Mehrzahl durch Privatbankgeschäfte besorgt.

Heute versucht eine Bahn nur in den seltensten Fällen, und wenn es sich dabei um sehr kleine Beträge handelt, ihre Anleihen selbständig unterzubringen, um so den Zwischengewinn, der sonst dem Bankier zufallen würde, für ihre eigene Rechnung zu behalten.

In den häufigsten Fällen geht die Ausgabe von Wertpapieren und ihre Plazierung im Publikum auf folgende Art und Weise vor sich.

Sobald die Bahn beschlossen hat, ihren Geldbedarf durch Ausgabe von Effekten zu decken, muß sie sich entscheiden, ob dies durch den Verkauf von Bonds, Shares oder auch Notes geschehen soll.

Alsdann beginnt sie mit der ihr nahestehenden Finanzgruppe, die gewöhnlich unter der Führung eines Bankgeschäftes steht, Verhandlungen über die Bedingungen, zu welchen diese die Anleihe zu übernehmen bereit ist. Manchmal tritt sie auch mit mehreren Gruppen auf einmal in Verhandlungen ein, um so durch die Konkurrenz bessere Preise zu erzielen, wie dies z. B. die Pennsylvania Company vor längerer Zeit einmal getan hat. Schließlich ist es auch möglich, eine öffentliche Submission zu veranstalten, um aus den eingegangenen Offerten die günstigste auszuwählen. So handelte z. B. die Vera Cruz & Pacific, als sie vor einigen Jahren $4^1/_2$ % Mortgage Bonds ausgeben wollte.

Da die einer Bahn nahestehende Finanzgruppe meist in deren Verwaltung vertreten ist, so ist sie über die Pläne der Bahn bereits vor deren offizieller Bekanntgabe unterrichtet und kann ihre Meinung dazu äußern, selbst wenn ihr Rat nicht direkt eingeholt worden sein sollte. Im Laufe der Zeit sind die größeren Bahnen in immer engere Beziehungen zu ihrem Bankier getreten, so daß man meistens im Voraus weiß, durch welche Gruppe die Übernahme der Anleihe erfolgen wird.

Danach besorgen zurzeit die Finanzierungen der bedeutendsten amerikanischen Eisenbahnsysteme die unter Führung folgender Bankgeschäfte stehenden Finanzgruppen, welche sich aus einer Anzahl weiterer Bankgeschäfte und besonders auch Trust Companies zusammensetzen:

Name des Systems:	Name seines Bankier:	
Atchison, Topeka and Sta. Fé.	J.P.Morgan&Co.,	Kuhn, Loeb&Co.
Atlantic Coast Line	„ „ „ „	
Baltimore and Ohio	Speyer & Co.	„ „ „ „
Chicago and Northwestern		„ „ „ „
Chicago, Burlington and Quincy	J.P.Morgan&Co.	
Chicago, Milwaukee and St. Paul	„ „ „ „ „	„ „ „ „
Cincinnati, Hamilton and Dayton	Speyer & Co.	„ „ „ „
Cleveland, Cincinnati, Chicago and St. Louis	J.P.Morgan&Co.	
Colorado and Southern	„ „ „ „ „	
Erie	„ „ „ „ „	
Great Northern	„ „ „ „ „	
Illinois Central		„ „ „ „
Missouri, Kansas and Texas	Speyer & Co.	
Missouri Pacific	„ „ „	

Name des Systems:	Name seines Bankier:
New York Central and Hudson River	J.P.Morgan&Co.
New York, New Haven und Hartford	„ „ „ „ „
Northern Pacific	„ „ „ „ „
Pennsylvania	Kuhn, Loeb&Co.
Reading	Drexels, Philadelphia (eng liiert mit Morgan)
Rock Island	Speyer & Co.
Seaboard	Hallgarten & Co.
Southern Pacific	Kuhn, Loeb & Co.
Southern Railway	J. P. Morgan & Co.
Union Pacific	Kuhn, Loeb & Co.
Wabash	„ „ „ „

Aus dieser Tabelle wird ersichtlich, daß die Finanzierung der wichtigeren amerikanischen Eisenbahngesellschaften hauptsächlich von 3 Bankhäusern geleitet wird. Dies sind die Firmen J. B. Morgan & Co., Kuhn, Loeb & Co. und Speyer & Co.; die beiden letzteren sind deutschen, die erstere englischen Ursprungs.

Diese Firmen besitzen dank ihrer Stellung eine große Macht und üben mit Hilfe der ihnen nahestehenden Banken und Trust-Companies einen weitgehenden Einfluß auf den amerikanischen Geldmarkt aus. Die hierdurch hervorgerufene Konzentration des Geldverkehrs in wenigen Händen, stellt den sogenannten Geld Trust dar. Über dessen Wesen hat einer der besten Kenner des amerikanischen Finanzwesens, der Jurist Samuel Untermeyer, vor dem Kongreßausschuß folgende Erklärung abgegeben:

»Infolge der vielen Fusionen und Zusammenlegungen auf dem Gebiete der Transportanstalten und der Industriegesellschaften ist die Oberleitung der Finanzen dieser Unternehmen in die Hände einer Gruppe von Finanzleuten in New York gekommen, die es in der Macht haben, diese Gesellschaften gegen die Entstehung neuer Konkurrenz zu schützen und die für Erweiterungen und andere Bedürfnisse benötigten Gelder sofort zu beschaffen. Dieselbe Finanzgruppe hat es verstanden, die großen Banken und Trustgesellschaften in New York unter die Herrschaft zu bekommen und deren enormen Depositen für die von ihnen geleiteten Unternehmen zu verwerten. Sie sind mithin imstande, ihren Freunden zu nutzen und ihre Feinde zu bestrafen. Diese Finanz-

gruppe verfügt über die vollständige Kontrolle der Geld- und Kreditmärkte der Vereinigten Staaten, sie kann den Zins und Diskontsatz nach Belieben hinauf- oder herabsetzen und mithin Haussen und Baissen zuwege bringen. Der Eisenbahnbau in Amerika hat sein Ende erreicht, soweit er nicht dieser Interessengruppe genehm ist, ebenso ist die Errichtung neuer Industrieunternehmen als Konkurrenz für schon bestehende, die unter der Botmäßigkeit dieser finanziert sind, unmöglich. Dieselbe Gruppe hat den bestimmenden Einfluß in der New Yorker Aktienbörse und im Clearinghouse, beides reine Privatinstitute, welche der Beaufsichtigung der Staatsbehörden entrückt sind. Diese Gruppe vermag Banken und Trust-Companies zu schließen, indem sie ihnen das Clearinghouse-Privilegium entzieht; dies ist in den letzten fünf Jahren bei Banken geschehen, die, wie sich später ergab, vollständig solvent waren. Auch die Effektenbörse hat eine immense Macht, indem sie Wertpapiere von der Kursliste streichen kann, wodurch ihnen ein großer Markt, manchmal der einzige, entzogen wird. Diese Interessengruppe vermag gewaltige Summen auszuleihen, auf diese Weise Geldborger unter ihre Macht zu bringen und infolge der Verpfändung von Wertpapieren (im Lombardverkehr) bei den ihnen untertanen Instituten sich über den Aktien- und Bondsverkehr genau informiert zu halten.« (Frankfurter Zeitung.)

Die Bedingungen, unter denen die Übernahme der Anleihe durch den Bankier geschehen soll, werden natürlich unter Berücksichtigung vieler einzelner Punkte festgesetzt. Zunächst kommt hier der Kredit, den die Gesellschaft genießt in Betracht; ferner die Resultate der letzten Geschäftsjahre und die Aussichten für die Zukunft.

Der Übernahmepreis variiert dann weiter entsprechend der Güte des zur Ausgabe gelangenden Wertpapiers, seiner Sicherheit, der Höhe seiner Verzinsung und den Bedingungen, unter denen seine Bezahlung erfolgen soll.

Einen außerordentlichen Einfluß auf die Höhe des Preises hat dann schließlich noch die Lage des Geld- und des Effektenmarktes.

Wenn sich Bankier und Bahngesellschaft gänzlich geeinigt haben, wird die Anleihe von ersterem zu den abgemachten Bedingungen übernommen. Dadurch ist es der Bahngesellschaft ermöglicht, den ganzen Erlös der Anleihe nach ihrem Belieben zu erhalten, ohne Rücksicht darauf, ob die Anleihe im Publikum

plaziert ist oder nicht. Diese Unabhängigkeit der Gesellschaft vom Absatz ihrer Papiere an das Publikum hat naturgemäß für die Gesellschaft einen hohen Wert. Besonders deutlich wird das, wenn man die Verhältnisse ins Auge faßt, die bei dem Umtausch einer fällig werdenden Anleihe in neue Obligationen in Betracht kommen. Angenommen, eine Gesellschaft müßte am 1. Oktober eine Anleihe von $ 30 000 000 einlösen, ihr Kassenbestand und die übrigen flüssigen Mittel belaufen sich jedoch nur auf $ 4—5 000 000. Die Direktoren wollen die alte Anleihe durch eine neue ablösen, die sie den Besitzern der fällig werdenden Bonds zum Umtausch anbieten. Nehmen diese wider Erwarten diesen Umtausch nicht an und bestehen in ihrer Mehrzahl auf der Barrückzahlung der alten Obligationen, so läuft die Gesellschaft Gefahr, zahlungsunfähig zu werden, wenn es ihr nicht gelingt, in einer Frist von meist 60 Tagen Barmittel in erforderlicher Höhe zu beschaffen. Wird dagegen die gesamte Anleihe von einem Bankier übernommen, der ja dann immer noch den alten Obligationären den Umtausch vorschlagen kann, so vermindern sich dadurch für die Gesellschaft die vorerwähnten Schwierigkeiten.

Diese Handlung des Bankiers, die Übernahme des Gesamtbetrages einer Anleihe, nennt man auf englisch »Underwrite«, d. h. er gibt durch seine Unterschrift die Versicherung, die gesamte Anleihe zu einem bestimmten Preis und zu einem festgesetzten Termin fest zu übernehmen. Er verfügt dann über die Effekten in der Weise, wie es ihm am vorteilhaftesten erscheint. Doch kann es ihm passieren, daß sich die Papiere lange Zeit als unverkäuflich erweisen und schließlich nur mit Verlust zu realisieren sind. Diesen Verlust hat er dann zu tragen, da er die Anleihe auf sein Risiko von der Bahn übernommen hat.

Solange es sich nur um kleinere Anleihen handelt, wird das übernehmende Bankhaus meist imstande sein, dieselbe selbständig zu plazieren. Kommen jedoch so große Beträge in Betracht, daß die Übernahme der gesamten Anleihe die Kapital- und Plazierungskraft eines einzelnen Bankgeschäftes übersteigt, so wird ein Syndikat gebildet, um das Risiko zu teilen. Der Übernahmevertrag mit der Gesellschaft wird meist entweder allein mit dem Bankier oder aber mit einer geringen Anzahl verbündeter Bankfirmen abgeschlossen, welche dann die Anleihe einem Syndikat weitergeben, dessen Leitung sie selbst in die Hand nehmen. Ein solches Syndikat ist daher eine Vereinigung mehrerer Personen oder Firmen, welche in ihrer Gesamtheit eine Anleihe übernehmen,

wobei jedes der Syndikatsmitglieder das Risiko für seinen Teilbetrag trägt. Manchmal erfolgt die Bildung eines solchen Syndikats bereits, ehe alle Gesellschaftsorgane die Ausgabe der betreffenden Werte offiziell genehmigt haben. In solchem Falle wird die Bildung vorbehaltlich der Zustimmung des betreffenden Organs, z. B. des Verwaltungsrats, vorgenommen.

Die Mitglieder des Syndikats werden meist von dem Übernehmer der Anleihe, dem Bankier der Gesellschaft und Leiter des Syndikats, nicht zu Originalbedingungen beteiligt, d. h. die übernehmende Firma, die das Syndikat gebildet hat, behält einen Nutzen vorweg für sich zurück. Das geschieht in der Weise, daß die Anleihe vom Übernehmer derselben entweder zu einem höheren Kurse dem Syndikat überlassen wird, als er selbst dafür an die Gesellschaft sich zu zahlen verpflichtet hat, oder daß er dem Syndikat eine besondere Gebühr in Anrechnung bringt.

Diese Begünstigung des Übernehmens stellt die Vergütung dar, die ihm für seine Vorarbeiten, wie die Verhandlungen mit der emittierenden Gesellschaft, und für die Hergabe seines Namens gewährt wird. Denn gerade der Name des Syndikatsleiters ist von großer Bedeutung für den Absatz der Bonds. Jede der großen Firmen hat den Ehrgeiz, nur von absolut sicheren Gesellschaften Effekten zu übernehmen und nur solche Anleihen zu placieren, die für die Zukunft eine günstige Kursentwicklung erwarten lassen. Dadurch, daß die Firmen dieses Prinzip seit Jahren befolgt haben, hat sich im Publikum ganz die Überzeugung gebildet, daß alle von einem solchen Bankhaus zum Ankauf angebotenen Papiere ohne Zaudern und ohne Furcht, an dieser Anlage Geld zu verlieren, gekauft werden können.

Der Nutzanteil den die übernehmende Firma erhält, wird heute meist in die Form einer Kommission gekleidet, die als Kaufskommission oder »purchase commission« in Anrechnung gebracht und durch einen prozentualen Zuschlag auf den Übernahmepreis ausgedrückt wird. Er kann aber auch in einer bestimmten Summe bestehen, die dem Übernehmer vorweg gewährt wird, oder aber in einem bestimmten Prozentsatz des verbleibenden Syndikatsgewinnes.

Häufig werden jedoch die Übernehmer durch die Gesellschaft selbst entschädigt, derart, daß sie einen kleineren prozentualen Nachlaß auf den Übernahmepreis erhalten, der von ihnen den Syndikatsmitgliedern nicht weitervergütet wird.

Manchmal wird von den Übernehmern auch die Form eines sogenannten Vorsyndikats gewählt, um für ihr Risiko rasch einen

Vornutzen zu erzielen. Das Vorsyndikat besteht dann nur aus den Originalübernehmern und vielleicht noch einigen ihnen besonders nahestehenden Firmen, so daß alle Beteiligten sehr hohe Beteiligungsquoten besitzen. Dieses Vorsyndikat übernimmt die Werte zum Originalpreis, um sie dann zuzüglich eines prozentual meist nicht sehr hohen Nutzens an das Hauptsyndikat weiterzugeben.

Die Firmen, denen die Mitgliedschaft am Syndikat durch die Übernehmer der Anleihe angeboten wird, setzen sich meist aus solchen Bankgeschäften zusammen, die mit der übernehmenden Firma befreundet sind und deren eigener Kundenkreis eine starke Erweiterung der Absatzmöglichkeit der übernommenen Effekten verspricht. Die Höhe der ihnen offerierten Beteiligungsquote ist ebenfalls von diesen Umständen abhängig.

Meistens zaudern die Firmen nicht lange, die ihnen angebotene Beteiligung anzunehmen, da ja in den meisten Fällen vom Syndikat ein Gewinn erzielt werden wird. Selbst bei einem etwas weniger guten Geschäft werden sie die Beteiligung meist annehmen, aus Furcht, infolge einer Ablehnung zu lukrativeren Geschäften nicht mehr hinzugezogen zu werden.

Bei der Bildung von Syndikaten kommen hauptsächlich 2 Arten in Betracht: das Übernahmesyndikat und das Garantiesyndikat.

Das Übernahmesyndikat für welches meistens eine gewisse Zeitdauer festgesetzt wird, bleibt solange bestehen, bis innerhalb dieser Frist die übernommenen Werte begeben und seine sonstigen Funktionen, wie z. B. die Marktregulierung erledigt sind. Sollte dies innerhalb der angesetzten Frist nicht der Fall sein, so kann mit Zustimmung der Beteiligten eine einmalige oder mehrmalige Verlängerung der Syndikatsdauer eintreten oder aber die Auflösung unter Aufteilung der noch vorhandenen Stücke im Verhältnis der Beteiligungsquote unter die Syndikatsmitglieder beschlossen werden.

Wird die Anleihe, zu deren Placierung ein Syndikatsvertrag abgeschlossen worden ist, ohne weitere Schwierigkeiten ausverkauft oder wird eine Emission sehr stark überzeichnet, so brauchen die Mitglieder des Syndikats überhaupt keine Einzahlungen zu leisten. Denn in diesem Fall genügen meist die von dem Publikum auf die gekauften Papiere geleisteten Zahlungen, um den Gegenwert der übernommenen Anleihe an die Bahngesellschaft abzuführen.

Ist dagegen das Syndikat gezwungen, eine Zeitlang auf der

Anleihe »sitzen zu bleiben«, oder wird nicht der gesamte Betrag sofort abgesetzt, so müssen die Mitglieder an den Syndikatsleiter Zahlungen, entsprechend ihrer Beteiligungsquote, von insgesamt solcher Höhe leisten, daß der Erlös der verkauften Papiere und diese Einschüsse der Syndikatsmitglieder genügen, die der Bahngesellschaft zukommende Summe zu zahlen.

In Amerika ist es hierbei üblich, daß den Syndikatsmitgliedern für die von ihnen gezahlten Beträge der Gegenwert in Effekten aus dem Syndikatsbestand ausgeliefert wird. Sie dürfen jedoch die ihnen so übergebenen Papiere nicht eigenmächtig verkaufen, da allein dem Syndikat in seiner Gesamtheit das Recht des Verkaufes zusteht, haben aber das Recht, die Papiere zu verpfänden, um sich Geld darauf zu leihen. Wenn es gewünscht wird, erklärt sich auch der Syndikatsleiter häufig bereit, die einzuzahlende Summe des einen oder anderen Syndikatsmitgliedes gegen entsprechende Zinsvergütung vorzuschießen.

Wird dann allmählich der Bestand des Syndikats verkauft, so werden aus dem Erlös dieser Verkäufe die von den Mitgliedern geleisteten Zahlungen wieder zurückerstattet. Diese Mitglieder müssen dann naturgemäß den der Ausschüttung entsprechenden Betrag Effekten wieder an das Syndikat zurückliefern.

In manchen Fällen wird bei Übernahmesyndikaten den Teilnehmern das Recht eingeräumt, die Effekten, die ihrer Beteiligungsquote entsprechen, vom Verkaufe auszuschließen. Sie erhalten dann die Stücke ausgeliefert und zwar zu dem Preis, zu dem sie das Syndikat übernommen hat, zuzüglich der auf diesen Betrag entfallenden Spesen und der eventuell dem Übernehmer noch zugute kommenden Kaufskommission. Diese Stücke dürfen aber in den meisten Fällen zunächst nicht verkauft werden, um so eine Behinderung der Transaktionen des Syndikats zu vermeiden. Der Gesamtbetrag des Syndikats vermindert sich durch diese »Withdrawals« um den Betrag der ausgeschlossenen Stücke.

Der Preis, zu dem der Verkauf der übernommenen Anleihe stattfinden soll, wird von der Syndikatsleitung mit Rücksicht auf verschiedene Punkte festgesetzt.

Die wichtigste Grundlage für die Höhe des Verkaufspreises ist naturgemäß der Einkaufspreis, d. h. der Preis, zu dem das Syndikat die Anleihe übernommen hat.

Ferner muß im Falle, daß das Syndikat die Kaufskommission an den Übernehmer zu entrichten hat, auch diese berücksichtigt werden.

Außer der Kaufskommission kommt dann in den meisten Fällen auch eine Verkaufskommission in Betracht. Diese erhält die übernehmende Bank vom Syndikat als Vergütung für die durch ihre Vermittlung placierten Werte. Doch ist es hierbei meist üblich, daß den einzelnen Verkaufsstellen der gesamte Kommissionssatz oder ein Teil desselben auf die durch sie verkauften Teilbeträge abgetreten wird. Die Verkaufsstellen vergüten dann hieraus die Bonifikation an die beim Verkauf tätigen Vermittler zwischen ihnen und dem Publikum.

Im Falle, daß ein Teil der Anleihe in einem Land placiert werden soll, in welchem ein Effektenstempel zu entrichten ist, den das Syndikat zu tragen bereit ist, muß auch der hierfür notwendige Kostenaufwand im Verkaufspreis berücksichtigt werden. Soll z. B. der vierte Teil einer Eisenbahnobligationenanleihe in Deutschland verkauft werden, wo der Effektenstempel auf diese Art Papiere 1 % beträgt, so wird sich der Verkaufspreis der gesamten Anleihe um $^1/_4$ % erhöhen.

Da die Bildung eines Syndikats und die Führung seiner Geschäfte oft mit sehr großen Spesen verknüpft ist, wird der Verkaufspreis der Anleihe um den Betrag dieser Spesen, in Prozenten vom Gesamtbetrag der Anleihe berechnet, zu steigern sein.

Schließlich muß dann noch in Betracht gezogen werden, ob das Syndikat keine Verluste dadurch erleidet, daß es z. B. die übernommene Anleihe der Gesellschaft früher zu bezahlen hat, als es selbst durch die Placierung der Werte in den Besitz des an die Gesellschaft zu zahlenden Betrages gelangt.

Sind alle diese Punkte berücksichtigt, so fragt es sich schließlich zu welchem Preise die Placierung der Anleihe möglich erscheint. Dementsprechend wird dann der Verkaufspreis festgesetzt. Der Gewinn des Syndikates besteht dann in der Differenz, der Marge, zwischen diesem Verkaufspreis und dem um die Spesen erhöhten Übernahmepreis. Da es natürlich meist zweifelhaft ist, ob die Placierung vollständig gelingt, so ist dieser Syndikatsgewinn zunächst nur ein angenommener. Seine endgültige Höhe kann sich erst bei Auflösung des Syndikats feststellen lassen, doch ist natürlich infolge widriger Umstände auch ein schließlicher Verlust nicht ausgeschlossen.

Um das Gesagte noch verständlicher zu machen, lasse ich eine Aufstellung der den Verkaufspreis bestimmenden Faktoren folgen, deren Höhe einem praktischen Falle entnommen ist:

Übernahmepreis	95 %
Kaufskommission	1 %
Verkaufskommission	1/2 %
(Zur Weitervergütung an Bankiers: 1/4 %)	
Deutscher Stempel auf 1/4 der Anleihe	1/4 %
Syndikatsspesen	1/4 %
Zinsdifferenz	1/8 %
Syndikatsnutzen (zunächst nur angenommen)	2 %
Schließlicher Emissionspreis	99 1/8 %

Einen etwas anderen Charakter als das geschilderte Übernahmesyndikat hat das Garantiesyndikat. Dieses ist eine in England entstandene Einrichtung, die sich in letzter Zeit aber auch in der amerikanischen Finanzierungspraxis eingebürgert hat.

Ein solches Syndikat wird gebildet, um, wie sein Name bereits andeutet, den Absatz der Emission zu garantieren. Dies geschieht dadurch, daß sich die einzelnen Syndikatsmitglieder verpflichten, die bei der Emission vom Publikum nicht gekauften Werte selbst zu übernehmen. Seine Dauer währt also nur bis zur erfolgten Emission, deren Ausgang über das Resultat des Syndikats entscheidet.

Ist durch die Emission der ganze Betrag der Anleihe im Publikum plaziert worden, so ist das Syndikat seiner Pflichten ledig.

Ist dagegen ein Teil der Anleihe nicht gezeichnet worden, so wird der verbleibende Bestand unter die Syndikatsmitglieder, entsprechend ihrer Beteiligungsquote, verteilt. Diese beeilen sich dann meist, das ihnen so zugefallene Engagement durch Verkauf der ihnen zugekommenen Beträge los zu werden. Da der Markt jedoch bereits durch die Emission vollauf gesättigt ist, wird der Kurs des so auf den Markt geworfenen Papiers bald nach der mißglückten Emission sinken. Das hindert aber die früheren Syndikatsmitglieder meist nicht am Verkauf, da der Kursrückgang selten so viel ausmacht, wie ihr Syndikatsgewinn betrug.

Dieser wird dadurch erzielt, daß das Syndikat im voraus eine Garantiekommission erhält, deren Höhe entsprechend den Aussichten der Emission meist zwischen 1—3 % schwankt.

Der Gewinn eines Garantiesyndikats ist also, im Gegensatz zum Übernahmesyndikat von vorn herein auf eine bestimmte Summe festgesetzt.

Die Art und Weise, wie die Syndikate den Absatz der Anleihen an das Publikum organisieren, und die Mittel, welche sie anwenden, um die Placierung möglichst erfolgreich zu gestalten, fallen nicht in das Gebiet der Finanzierungspraxis, sondern eher in das der Banktechnik und sind daher für diese Arbeit ohne Interesse.

VII. Die Konzentration im amerikanischen Eisenbahnwesen und die zu ihrer Förderung angewandten Finanzierungsmittel.

Die ersten Bahnen, die in den Vereinigten Staaten gebaut wurden, bildeten in den meisten Fällen die Verbindung zwischen zwei nicht allzuweit voneinander entferntliegenden Punkten. Als dann der Verkehr auf den Eisenbahnen zunahm und Transporte über weite Strecken von den Bahngesellschaften besorgt werden mußten, zeigte es sich, daß die Kürze der Bahnstrecken den Verkehr sehr behinderte, da sowohl das häufige Umladen der Güter, wenn sie über den Endpunkt der Ausgangstrecke hinaus versandt wurden, als auch die Verschiedenheit der Tarife, die von den einzelnen Bahngesellschaften erhoben wurden, die Unbequemlichkeit des Eisenbahntransportes in sehr hohem Maße zutage treten ließ. Darum mußte es jedem weitsichtigen Leiter einer Gesellschaft klar werden, daß durch die Vereinigung anstoßender Bahnstrecken unter einer Leitung bedeutende Verkehrserleichterungen geschaffen werden könnten.

Wie wir bereits früher gesehen haben, mußte auch die immer wachsende Konkurrenz zwischen parallellaufenden Eisenbahnlinien allmählich zu einem Zusammenschluß der Konkurrenzgesellschaften führen.

Etwas eingehender schildert die Ursachen, welche die Konsolidierung von Bahngesellschaften begünstigten, die Interstate Commerce Commission in ihrem Bericht vom Jahre 1900. Sie gibt dort folgende vier Gründe an, die für den Zusammenschluß der Gesellschaften die besten Voraussetzungen bedeuteten:

1. Auf keinem Gebiet ist die Konkurrenz schädlicher und verlustbringender als bei Eisenbahnunternehmungen.
2. Die Natur des Transportgeschäftes verspricht bei Vereinigungen großen Gewinn.
3. Die Eisenbahngesellschaften sind am leichtesten dauernd zu vereinigen.

4. Zu diesen, im Interesse der Geschäftsführung und der Gewinnerzielung liegenden Beweggründen kommt noch die Art der Gesetze, die einem Zusammenschluß von Eisenbahngesellschaften anfänglich keinerlei Schwierigkeiten bereiteten.

Alle diese Gründe bewirkten, daß sich schon sehr früh Vereinigungen einzelner Bahngesellschaften bemerkbar machten.

Unter diesen Vereinigungen lassen sich zwei Hauptarten unterscheiden: Vertragsmäßige Abkommen, die den Verkehr über die Strecken mehrerer Gesellschaften und die Tarife regeln sollten, und ferner solche Vereinigungen, die die Gesellschaften als Ganzes berühren.

Nur diese letzte Art hat auf die Kapitalisation und die Finanzierung der Bahngesellschaften einen Einfluß gehabt. Bei dieser Art des Zusammenschlusses lassen sich drei Hauptgruppen unterscheiden:

1. Der Zusammenschluß geschieht in der Weise, daß eine Gesellschaft gänzlich in der anderen aufgeht, sei es dadurch, daß die eine Gesellschaft die andere kauft, sei es dadurch, daß die beiden Gesellschaften in einer neuen Gesellschaft zusammen vereinigt werden;
2. der Zusammenschluß geschieht in der Weise, daß eine Gesellschaft eine andere pachtet;
3. der Zusammenschluß geschieht in der Weise, daß eine Gesellschaft die Aktienmehrheit einer anderen erwirbt und diese so unter ihre Macht zwingt.

Bevor ich auf die Besprechung dieser einzelnen Arten der Konsolidierung eingehe, möchte ich im folgenden, an Hand einiger Zahlen, den Umfang, den diese Vereinigungen angenommen haben, zeigen.

Um die ursprüngliche durchschnittliche Länge der von einer Eisenbahngesellschaft betriebenen Strecke darzulegen, beziehe ich mich auf die Angaben, die der Präsident Roberts bei der Feier des 50jährigen Bestehens der Pennsylvania RR. Comp. im Jahre 1896 über deren Zusammensetzung gemacht hat. Danach umfaßte in demselben Jahre die Pennsylvania RR. die Strecken von ursprünglich 256 Gesellschaften, welche die Länge von 9000 Meilen repräsentierten. Danach betrug die durchschnittliche Länge der Strecke jeder einzelnen Gesellschaft 35,1 Meile.

Im Jahre 1876 war die Konsolidierung bereits soweit vorgeschritten, daß die 13 größten Systeme 19593 Meilen beherrschten;

das sind 25,5% der gesamten Länge der in diesem Jahre betriebenen Strecken. Der Annual Report of the Internal Commerce vom Jahre 1877 gibt die Zahlen im einzelnen so an:

Name des System:	Hauptstrecke:	Kontrollierte Linien:	Zusammen:
Boston & Albany	201	115	316
Central Vermont	117	477	594
N-Y. Central & Hudson River	441	559	1000
Erie	459	500	959
Pennsylvania	358	5575	5933
Baltimore & Ohio	375	1084	1467
Grand Trunk	876	512	1388
Illinois Central	705	565	1270
Chicago & Northwestern	1186	804	1990
Chicago & St. Paul	1399	262	1661
Chicago, Burlington & Quincy	505	796	1301
Chicago, Rock Island & Pacific	500	480	980
Louisville & Nashville	185	549	734

Die Konsolidierungen nahmen immer mehr zu, so daß die kleineren Gesellschaften allmählich an Bedeutung verloren. Die folgende Tabelle zeigt, nach den von der Interstate Commerce Commission ermittelten Zahlen, diesen Vorgang ganz deutlich. Danach hat der Anteil an der Meilenlänge aller Bahnstrecken, welchen die Gesellschaften mit mehr als 1000 Meilen Schienenlänge innehalten, in den Jahren 1889—1906 um 17,03 % zugenommen, während bei allen anderen Gesellschaften eine Abnahme zu konstatieren ist: Von 100 Meilen Bahnstrecke gehörten Gesellschaften, die betrieben

	Strecken über 1000 Meilen:	von 600—1000	von 400—600	von 250—400	unter 250
1889	49,09 %	12,48 %	10,05 %	10,42 %	17,96 %
1890	47,51	15,10	9,59	8,92	18,88
1891	56,05	11,35	7,63	7,69	17,28
1892	57,86	10,53	7,17	7,46	16,98
1893	55,78	11,20	6,73	7,35	18,94
1894	56,30	10,03	6,57	7,56	19,54
1895	55,67	10,45	6,18	7,94	19,76
1896	56,89	9,60	6,69	7,83	18,99
1897	56,34	10,27	6,81	7,38	19,20
1898	56,56	10,42	6,40	7,44	19,18

1899	57,69%	9,96%	6,36%	6,96%	19,03%
1900	60,79	8,96	5,90	6,51	17,84
1901	63,03	8,44	4,58	4,99	18,96
1902	64,70	7,13	4,64	4,43	19,10
1903	65,54	6,54	5,01	4,57	18,34
1904	65,40	7,27	4,43	4,69	18,21
1905	65,41	7,14	4,36	4,87	18,22
1906	65,41	6,74	5,29	4,41	18,15
1907	65,46	5,89	5,39	4,92	18,34
1908	66,21	6,34	5,03	4,86	17,56
1909	66,12	6,25	5,44	5,01	17,18
	+ 17,03%	— 6,23%	— 4,61%	— 5,41%	— 0,78%

Zum Schlusse mag hier noch eine Berechnung von Haines ihren Platz finden, der zu folgenden Resultaten gelangt:

Im Jahre 1890 betrieben 1013 Eisenbahngesellschaften die gesamten 163 985 Meilen Eisenbahnstrecke. 47% dieser 163 985 Meilen wurden jedoch von nur 40 Gesellschaften betrieben. Im Jahre 1909 wurden von 1320 Gesellschaften Eisenbahnen betrieben. Jedoch 53 dieser Gesellschaften genügten, um 66% der gesamten 244 084 Meilen zu betreiben. Während 1890 die 40 größten Gesellschaften durchschnittlich nur 1946 Meilen betrieben hatten, lag 1909 in den Händen jeder der 53 Gesellschaften der Betrieb von durchschnittlich 3946 Meilen.

Die ersten Vereinigungen mehrerer Bahngesellschaften zu einer einzigen wurden in der Art durchgeführt, daß eine Gesellschaft eine andere aufkaufte, oder daß eine neue Gesellschaft gegründet wurde, welche die Aktiva und Passiva aller zu vereinigenden Gesellschaften übernahm. Eine solche Verschmelzung mehrerer Gesellschaften zu einer einzigen wird in Amerika »Merger« genannt. Das bedeutet, daß aus mehreren Gesellschaften, deren jede für sich konzessioniert und betrieben worden war, eine einzige Gesellschaft gebildet wird, die einer neuen Konzessionierung bedarf. Gewöhnlich werden die Formen, unter denen die Verschmelzung vor sich zu gehen hat, durch die Staatsgesetze festgelegt. Diese verlangen, daß die Direktoren der Gesellschaften, die konsolidiert werden sollen, untereinander ausmachen, unter welchen Bedingungen die Vereinigung erfolgen und wie hoch sich das Aktienkapital der neuen Gesellschaft belaufen soll. Ferner müssen sie die Anzahl der Shares und ihr Nominal, die Umtauschbedingungen von Aktien der alten Gesellschaften in die der neuen und andere notwendige

Detailfragen regeln. Dieser Plan wird dann den Generalversammlungen beider Gesellschaften zur Annahme vorgelegt. Wird dann schließlich vom Gouverneur des in Frage kommenden Staates der Vorschlag genehmigt, so steht dem »Merger« nichts mehr im Wege.

Wird die Konsolidierung dadurch erreicht, daß eine Gesellschaft die Aktiva einer anderen kauft, so bezahlt sie gewöhnlich an diese einen dem Wert des überlassenen Eigentums entsprechenden Geldbetrag oder erhöht ihr Aktienkapital um diesen Betrag, um die neuen Aktien der aufgekauften Gesellschaft als Bezahlung zu überlassen. Diese kann sich dann auflösen und nach Abzahlung ihrer Schulden den verbleibenden Betrag Geld oder Aktien unter ihre Aktionäre, entsprechend ihrem Geschäftsanteil, verteilen. Diese werden hierdurch Aktionäre der Gesellschaft, die sich durch den Kauf vergrößert hat. Hierbei ist ganz besonders zu betonen, daß sowohl bei einem solchen Kauf, als auch bei bloßer Pacht alle Gerechtsame auf die erwerbende Gesellschaft übergehen.

Eine der ersten Konsolidierungen, die auf die geschilderte Art und Weise durchgeführt wurde, geschah im Mai 1853. Damals wurden 11 Bahngesellschaften zu einer einzigen, der New York Central RR. Co., verschmolzen. Von 1855—1858 wurden dann durch Kauf weitere 5 Gesellschaften angeschlossen, und weiterhin wurde dieses System unter der Leitung von Vanderbilt immer stärker ausgedehnt.

Auch die Pennsylvania RR. Comp., von deren Zusammensetzung bereits oben die Rede war, und viele andere Gesellschaften erweiterten auf diese Weise ihren Wirkungskreis.

Der rechtliche Zustand, der hierdurch geschaffen wurde, ist folgender:

»Kraft der aufgezählten Einverleibungen folgte die erstgenannte Partei nach in das Aktienkapital, das Eigentum, die Bahnstrecken, die Ausrüstungen, die Attribute, die Privilegien, die Forderungen, die Zahlungen, die Verträge, die Prozesse, die Schulden, die Passiva und die Aktiva jeder einzelnen der genannten Grundgesellschaften und hat jetzt in Besitz und Eigentum die einzelnen Eisenbahnlinien, die ehemals in jener Besitz und Eigentum waren, und außerdem gewisse Eisenbahnlinien, die von der erstgenannten Partei seit den oben erwähnten Konsolidierungen gebaut worden sind, samt deren Privilegien und Zubehör.«

Diese Stelle ist der First Refunding Mortgage der Southern

Pacific Railroad Comp. vom Jahre 1905 entnommen, die in diesen Worten den Effekt der vorher aufgezählten Konsolidierungen ausdrückt.

Dieses einfachste Mittel der Eisenbahnkonsolidierung wird neuerdings nicht mehr so viel angewandt. Von der Leyen gibt die Gründe hierfür folgendermaßen an: Man benutzt dieses Mittel »in den Vereinigten Staaten nicht gern, weil es ein offenes und klares, ein sozusagen reinliches Geschäft ist, und die nordamerikanischen Großunternehmer lieben es nicht, ihre Karten aufzudecken, sie entziehen gern ihre Geschäfte, ihr Geschäftsgebahren der öffentlichen Kritik. — Dazu kommt, daß der Ankauf einer Wettbewerbsbahn durch einen Konkurrenten in einer Reihe von Staaten verfassungsmäßig nicht zulässig ist, und daß es auch in einzelnen Fällen zweifelhaft sein kann, ob ein solches Verfahren nicht gegen das Trust-Verbotsgesetz von 1890, das sogenannte Sherman Gesetz, verstößt.« Denn dieser »Act to protect trade and commerce against unlawful restraints and monopolies« enthält in seinem ersten Paragraphen die Bestimmung: »Every contract, combination, in the form of a trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce, among the several states, or with foreign nations, is hereby declared illegal«.

Eine bedeutend losere Verbindung zwischen zwei Eisenbahngesellschaften stellt das Pachtverhältnis dar. Außerordentlich häufig geschieht es in den Vereinigten Staaten, daß eine Bahngesellschaft, um die Herrschaft über eine andere zu erlangen, mit dieser einen Pachtvertrag abschließt.

Die Dauer der Pacht ist sehr verschieden; sie kann ganz kurz bemessen sein; aber das gewöhnliche ist, daß der Vertrag auf die Dauer von 10 oder 99 oder gar von 999 Jahren abgeschlossen wird.

Ebenso wie die Dauer, schwankt auch die Höhe und die Berechnung der Pacht. Die Höhe der Pacht kann auf einen bestimmten Betrag lauten, wie z. B. bei der Central Pacific. Ferner kann sie sich nach der Höhe des Nettoüberschusses der pachtenden Gesellschaft richten. (Texas and New Orleans RR. Co.) Eine andere Form ist dann weiter die, daß den Bondsbesitzern der gepachteten Gesellschaft ihre Zinsen und den Aktionären eine gewisse Dividende versprochen wird. (United-Jersey RR. and Canal Comp.)

Der Vorteil, den die Pacht bietet, beruht darauf, daß die pachtende Gesellschaft für die Dauer des Vertrages unbeschränkte

Gewalt über die gepachtete Bahn besitzt, ohne daß sie gezwungen wird, ihr Aktienkapital zu erhöhen oder ihre Bondsschuld zu vergrößern. Allerdings kann die Institution der »Leases« in Verbindung mit den noch zu besprechenden Holding Companies zu Mißbräuchen benutzt werden, von welchen weiter unten noch zu reden sein wird.

Um die Form dieser »Leases« noch verständlicher zu machen, lasse ich einen Auszug aus dem ersten Jahresbericht der Southern Pacific Company vom 8. April 1885 folgen, der die von dieser Gesellschaft abgeschlossenen Pachtverträge behandelt:

»Es sind Verträge abgeschlossen worden mit der Southern Pacific RR. Co. of California, der Southern Pacific Ry. Co. of Arizona, der Southern Pacific RR. Co. of New Mexico, der Morgan's Louisiana & Texas RR. & Steamship Co., der Galveston, Harrisburg and San Antonio Ry. Co., der Texas and New Orleans RR. Co., der Louisiana Western RR. Co. und der Mexican International RR. Co. zum Zwecke der Pacht der Eisenbahnen dieser Gesellschaften und des zugehörigen Eigentums, um eine zusammenhängende Verbindungslinie zwischen San Francisco und New Orleans und leistungsfähige Dampferverbindungen zwischen New Orleans und New York und zwischen den Häfen des Golfs zu schaffen, für eine Periode von 99 Jahren ab 1. Mai 1885. In Anbetracht der Vorteile, die diese Pachtverträge versprechen, hat diese Gesellschaft eingewilligt, die Strecken in guter Verfassung zu halten, dieselben zu ergänzen und zu verbessern, soweit dies erforderlich erscheint, alle gewöhnlichen Spesen, die festen und anderen Lasten zu bezahlen, einschließlich der Zinsen auf die Obligationsschuld und der Erfordernisse der Tilgungsfonds.

Die gepachteten Gesellschaften sollen als Pachtzins einen gewissen Prozentsatz vom gesamten Nettoüberschuß der pachtenden Gesellschaft erhalten, welcher in folgender Weise jährlich zur Verteilung gelangen soll:

So. Pac. RR. Co. of California	26 1/2 %
„ „ Ry. „ „ Arizona	12 %
„ „ RR. „ „ New Mexico	4 %
Galveston, Harrisburg & S. Antonio Ry.	16 1/4 %
Texas & New Orleans RR. Co.	7 1/2 %
Louisiana Western RR. Co.	3 1/3 %
Morgans Louisiana & Texas RR. & Steamship Co.	22 1/2 %
	92 1/12 %

Pachtvertrag mit der Central Pacific RR.: Es ist klar zutage getreten, daß durch die Schaffung von konkurrierenden Überlandbahnen das Durchgangsgeschäft der Central Pacific abgelenkt und durch die Nachbarbahnen geschmälert wurde. Unsere Gesellschaft war in der Lage, der Central Pacific hinsichtlich ihres Anteils am Durchgangsgeschäft einen gewissen Schutz bieten zu können, während andererseits diese auch imstande war, unserer Gesellschaft gleichen Schutz zu bieten. Durch Vereinigung der Verwaltung und des Betriebs dieser ursprünglich getrennten Organisationen wird der abschließenden und kontrollierenden Gesellschaft eine größere Leistungsfähigkeit und Sparmöglichkeit gesichert und gleichzeitig den Gönnern der Gesellschaft, den Anschlußlinien und dem Publikum eine größere Vollkommenheit gewährleistet.

Daher hat diese Gesellschaft, außer den vorher aufgezählten Pachtverträgen mit den Eisenbahnen zwischen San Francisco und New Orleans, einen Pachtvertrag mit der Central Pacific RR. Co. abgeschlossen für die Benutzung ihrer ganzen Strecke, der Zweiglinien und der von ihr abhängigen Bahnen, für eine Zeit von 99 Jahren, anfangend am 1. April 1885: außerdem hat diese Gesellschaft die Pachtverträge mit übernommen, die jene Gesellschaft mit einigen Bahnen in California geschlossen hatte.

(Hauptstrecke	273,71	Meilen
Zweigstrecke	371,14	„
Gepachtete Bahnen	1041,62	„
	1686,47	Meilen.)

Gemäß den Bestimmungen des Pachtvertrages, welche angesichts der bestehenden Zustände angemessen und vernünftig erscheinen, garantiert diese Gesellschaft außer der Bezahlung aller gewöhnlichen Spesen, außer den Zinsen auf fundierte und schwebende Schulden, außer den Zuschüssen an den Tilgungsfonds und den notwendigen Zahlungen an die Regierung, einen Minimalpachtzins von $ 1 200 000 pro Jahr (diese Summe kann auf $ 3 600 000 erhöht werden, wenn die Nettoeinnahmen der gepachteten Bahn eine solche Erhöhung rechtfertigen), während der ganze restliche Überschuß der pachtenden Gesellschaft in Anbetracht der Geschäftsführung, des Risiko und der erwähnten Garantie verbleibt. Jedenfalls ist aber vorgesehen, daß diese Bedingungen später nach freundschaftlichem Übereinkommen abgeändert werden dürfen, wenn einmal eine veränderte Geschäftslage die Bedingungen un-

Art der Effekten	Gesamtbetrag	Davon im Besitz des Systems, dem die ausgebende Gesellschaft angehört	Davon im Besitz anderer Systeme
Mortgage Bonds	$ 6 646 472 377	$ 885 170 490	$ 38 990 634
Collateral Trust Bonds	1 303 329 895	75 765 307	
Income Bonds	167 698 769	49 651 814	
Equipment Obligations	241 425 863	14 641 344	
Debentures etc.	571 760 836	84 269 932	
	$ 8 930 687 740 = 52 %	$ 1 109 498 887 = 28 %	$ 38 990 634 = 8 %
		$ 1 148 489 521 = 13 % aller ausstehenden Obligationen	
Preferred Stock	$ 1 588 169 773	$ 372 118 017	$ 440 519 546
Common Stock	6 524 931 396	2 536 540 288	
	$ 8 113 101 169 = 48 %	$ 2 908 658 305 = 72 %	$ 440 519 546 = 92 %
		$ 3 349 177 851 = 41 % aller ausstehenden Aktien	
Aktien + Obligationen	$ 17 043 788 909 = 100 %	$ 4 018 157 192 = 100 %	$ 479 510 180 = 100 %
		$ 4 497 667 372 = 26 % aller ausstehenden Effekten	

gerecht erscheinen läßt, oder wenn eine Partei auf Kosten der anderen übervorteilt zu sein scheint; denn der Zweck und die Absicht dieses Vertrages ist ja der gegenseitige Schutz und die gegenseitige Förderung unter solchen Bedingungen, welche sich als billig erweisen.«

Die bei weitem wichtigste Methode, durch welche es einzelnen Bahngesellschaften gelingt, ihr Eisenbahnnetz durch Zusammenschluß mit anderen Bahngesellschaften zu erweitern, besteht darin, daß eine Bahngesellschaft die Majorität der Aktien einer anderen Bahngesellschaft erwirbt und hierdurch die Verwaltung dieser in ihre Hand bekommt.

Da die Bahngesellschaften in Verfolgung dieser Politik sehr viele Eisenbahneffekten erwerben mußten, befinden sich natürlich hohe Beträge dieser Werte im Portefeuille der Gesellschaften und gelangen gar nicht an das Publikum.

Die Höhe dieser Beträge zeigt die beiliegende Tabelle, die dem Special Report of the Interstate Commerce Commission vom Jahre 1908 entnommen ist. Dieser behandelt die »Intercorporate Relationships of Railways in the United States as of June 30, 1906«, auf dessen Angaben die ganze folgende Darstellung begründet ist. (Vgl. Tabelle Seite 139.)

Aus dieser Tabelle ergibt sich also, daß die Eisenbahngesellschaften selbst 26% aller Eisenbahnwerte, und zwar 41% aller Aktien und 13% aller fundierten Schulden, besaßen, Ich möchte hier auch gleich erwähnen, daß die Eisenbahngesellschaften sich nicht nur untereinander zusammengeschlossen haben; sie haben vielmehr auch versucht, auf andersartige Gesellschaften Einfluß zu bekommen. Zu diesem Zwecke haben die Eisenbahngesellschaften große Summen in Aktien von Unternehmungen der Industrie, des Handels, des Verkehrs u. a. m. angelegt. Es ist hier nicht der Ort, um auf diese Zustände, die gerade augenblicklich bei dem energischen Vorgehen der Regierung gegen die Trusts und ihre Verfassung eine sehr wichtige Rolle spielen, näher einzugehen. Um aber ein Bild von der bedeutenden Höhe dieses Besitzes der Eisenbahngesellschaften zu geben, lasse ich eine Tabelle, die diese Zahlen angibt, folgen. Dieselbe ist ebenfalls dem Special Report der Interstate Commerce Commission entnommen und enthält die Zahlen, die für den 30. 6. 1906 zutrafen.

Art der Effekten:	Bonds:	Stock:
Verschiedene Holding Companies .	$ 5000	$ 10925900
Elektrische Bahngesellschaften . .	$ 11268724	$ 31153354
Getreidespeicher, Lagerhäuser und Viehhöfe	$ 1640577	$ 10071100
Bau- und Ausrüstungsgesellschaften	$ 18406562	$ 3025639
Telephon- und Telegraphengesellschaften	$ 2150	$ 318730
Fährboots-, Dampfschiff-, Kanal-, Brücken-, Tunnel und Expreßgesellschaften	$ 11655946	$ 82248589
Bergwerksgesellschaften	$ 46577989	$ 114784534
Bauholzgesellschaften	$ 10557715	$ 3641500
Gewerbegesellschaften	$ 1635340	$ 41850322
Land-, Bewässerungs-, Chausseen-, Kulturgesellschaften . . . . ,	$ 31235487	$ 13546516
Hotels- u. Speisehäusergesellschaften	$ 93300	$ 687824
Banken, Trust Cos. Versicherungsgesellschaften und Börsensitze .	$ 510000	$ 900686
Staatspapiere, incl. United States und Municipal Bonds	$ 2997444	$ — — —
Lokale Gesellschaften, einschl. Opernhäuser, Auditorien, Zeughäuser, Markthallen, Wasser- und Gasanstalten, Veredelungsgesellschaften und Anteile an städt. Organisationen	$ 744400	$ 8739411
Ausstellungen, Vergnügungsetablissements, Parks und Versammlungslokale	$ 15500	$ 908455
Zeitungen und Zeitschriften . . .	$ 51,667	$ 133700
	$ 137397801	$ 322936260
	$ 460334061	

Der Bericht bezeichnet als Kontrolle einer Gesellschaft über eine andere, die »Fähigkeit, deren Handlung zu bestimmen« (control of or over a corporation means ability to determine the action of that corporation.) Diese Fähigkeit, auf die Handlungen einer Gesellschaft bestimmend einzuwirken, äußert sich vorzüglich, wenn folgende Rechte erlangt werden:

1. Das Recht, den überwiegenden Teil des Stimmrechts auszuüben, das mit den Effekten einer Gesellschaft verbunden ist und
2. das Recht, den größeren Teil des Verwaltungsrates einer Gesellschaft zu ernennen, entweder auf Grund übertragenen Stimmrechts (voting trust agreement) oder auf Grund von Effektenbesitz oder auf Grund anderen Rechts.

Ferner wird die Art der Kontrolle nach verschiedenen Gesichtspunkten hin unterschieden.

Zunächst wird hier direkte und indirekte Kontrolle unterschieden. Wird nämlich die Kontrolle ohne Hilfe einer Mittelsperson ausgeübt, so heißt sie direkt, andernfalls indirekt.

Es ist dann weiter möglich, daß eine Gesellschaft allein einen so großen Betrag Aktien der anderen Gesellschaft besitzt, daß sie imstande ist, ohne Unterstützung anderer Aktionäre allein die Kontrolle auszuüben. In diesem Falle hat sie die alleinige Kontrolle.

Im Gegensatz dazu steht die gemeinsame Kontrolle, die vorliegt, wenn nur mehrere Gesellschaften zusammen so viele Aktien einer anderen Gesellschaft besitzen, daß sie die Kontrolle nur dann in Händen haben, wenn sie gemeinsam vorgehen. Die Kontrolle ist also in diesem Falle nur dann wirksam, wenn zwischen den Großaktionären Einverständnis über ihre Absichten herrscht. Diese »joint control« ist naturgemäß sehr schwer festzustellen und hat daher wohl auch die Richtigkeit der Angaben der Interstate Commerce Commission etwas beeinträchtigt.

Ursprünglich kauften die Gesellschaften, die die Kontrolle über eine Eisenbahngesellschaft erwerben wollten, die Aktien dieser auf eigene Rechnung und legten sie in ihr Portefeuille oder liehen sich gegen Hinterlegung dieser Werte Geld aus.

Während der gewöhnliche Trust zur Konsolidierung von Eisenbahngesellschaften nie in Anwendung kam, wurden später häufig sogenannte Voting Trusts gebildet, »um Leuten die Kontrolle eines Unternehmens zu ermöglichen, ohne daß diese selbst das Kapital aufzuwenden hätten, um die Mehrheit der Aktien zu halten«. (Liefmann.) Dies geschieht gewöhnlich so, daß die Aktien bei Treuhändern, gewöhlich bei fünf, hinterlegt werden, welche dagegen Zertifikate ausgeben. Alle Dividenden, welche von der Gesellschaft bezahlt werden, fließen den Besitzern der Zertifikate zu, während die Stimmrechte von den Treuhändern ausgeübt werden. Die Dauer, für die ein Voting Trust geschaffen wurde,

betrug in den meisten Fällen 5 Jahre. Ein solcher Voting Trust verschaffte also den Treuhändern die Kontrolle über eine Gesellschaft, ohne daß jenen eine einzige Aktie gehörte. Die Antitrustgesetzgebung der 90er Jahre konnte diese gänzlich privaten Abmachungen unter den Aktionären einer Gesellschaft natürlich nicht untersagen.

Während die Trusts bei der Konsolidierung der Eisenbahngesellschaften nie eine Rolle gespielt hatten, gewannen die »Holding Companies« eine außerordentliche Bedeutung. Das sind Gesellschaften, deren einziger oder doch Hauptzweck in dem Besitz von Effekten anderer Gesellschaften und der dadurch ermöglichten Kontrolle besteht. (Liefmann.)

»Die Trustgesetze der verschiedenen Staaten wandten sich jedoch bald gegen diese Form des Zusammenschlusses und verboten z. B. mehrfach überhaupt allen Gesellschaften, Effekten anderer im Besitz zu haben. Dagegen suchten andere Staaten im Gegenteil wieder die Bildung solcher Kontrollgesellschaften möglichst zu erleichtern, um sie an sich zu ziehen. Vor allem nahm die Entwicklung der Kontrollgesellschaften einen ungeheuren Aufschwung, als im Jahre 1898 der Staat New Jersey ein Gesetz erließ, wonach in ihm Gesellschaften errichtet werden dürfen, die nur den Zweck haben, die Effekten von anderen Gesellschaften in Besitz zu halten oder Dividenden anderer Gesellschaften einzusammeln. Sie müssen nur ein Bureau in New Jersey haben, ein Schild mit ihrem Namen anbringen und einen Bericht einreichen. Daraufhin wurden zahllose Gesellschaften in New Jersey inkorporiert, die dann in allen anderen Staaten Geschäfte machen durften.« (Liefmann).

Man kann bei den Kontrollgesellschaften zunächst reine Kontrollgesellschaften, die gar keine andere Aufgaben haben, als den Besitz von Effekten, und solche, die auch zugleich Betriebsgesellschaften sind, unterscheiden.

Solange diese Betriebsgesellschaften, die Operating Companies, allein den Zweck haben, verschiedene Gesellschaften unter einer Firma zu betreiben, und so ein einheitliches Netz von Eisenbahnlinien zu schaffen, können sie nicht zu den Holding Companies gerechnet werden. Sobald aber eine solche Gesellschaft auch das Recht hat, Effekten anderer Gesellschaften in bedeutendem Umfang zu kaufen, wird sie zur Kontrollgesellschaft. Da heute alle Operating Companies mit diesem Recht ausgestattet sind,

dienen sie nicht nur der Konzentration des Betriebes, sondern auch der Konzentration der Kapitalien.

In der beiliegenden Tabelle sind diese Gesellschaften nach dem genannten Bericht von 1908 zusammengestellt.

Während die Operating Companies auch eine Vereinfachung des Betriebes der Bahnen bezwecken, sind die reinen Kontrollgesellschaften allein aus dem Grunde geschaffen worden, um durch bloße Effektensubstitution große Systeme zu bilden und diese der Macht einiger weniger Personen, der Großaktionäre der Holding Company, zu unterwerfen.

Die reine Holding Company erwirbt Effekten anderer Gesellschaften, ohne deren Betrieb irgendwie zu beeinflussen. Sie behält dann die Werte der Eisenbahngesellschaften in ihrem Trésor und gibt eigene Aktien und Obligationen aus, deren Betrag dem Werte der im Besitz der Gesellschaft befindlichen Eisenbahnpapiere ungefähr entsprechen soll.

Der Bericht der Interstate Commerce Commission teilt die bestehenden Holding Companies in 3 Klassen ein.

Die wichtigste ist die Klasse der Railway Holding Companies in engerem Sinne. Diese Gesellschaften haben allein den Zweck, die Kontrolle über eine Anzahl von Eisenbahnen in ihrem Besitz zu vereinigen, so daß die Majorität der Aktionäre der Kontrollgesellschaft imstande ist, durch indirekten Einfluß die gesamten Eisenbahngesellschaften, deren Aktienmehrheit die Holding Company besitzt, zu leiten.

Die Größe der Macht, die die Kontrolle über eine Holding Company ihren Besitzern verleiht, kann man aus folgendem Beispiel erkennen.

Die Rock Island Company, eine solche Railway Holding Company, besitzt ein Aktienkapital von $ 138 405 682, wovon $ 48 956 880 in preferred stock und $ 89 448 802 in common stock bestehen. Da allein die Vorzugsaktien Stimmrecht genießen, genügt der Besitz von ungefähr $ 25 000 000 preferred Shares, um die Kontrolle über diese Gesellschaft auszuüben. Diese Kontrolle verleiht den maßgebenden Einfluß auf ein Bahnsystem, das über 15000 Meilen Länge besitzt und für ungefähr $ 1 500 000 000 Effekten ausgegeben hat.

Die zweite Klasse der Kontrollgesellschaften bilden die Intermediate Holding Companies. Diese bilden nicht die oberste Spitze eines Eisenbahnsystems. Sie haben vielmehr nur den Zweck, entweder die Kontrolle einer Bahngesellschaft über eine andere wirk-

Operating Companies.

Operating Companies	Ist die Gesellschaft selbständig oder abhängig (und von wem?)	Ausstehendes kapita[illegible] Preferred Stock
Atlantic & North Carolina Co.	Selbständig[1])	
Belt Ry. Co. of Chicago	Wabash RR., Atlantic Coast Line Co., Erie RR. Grand Trunk Ry. of Canada, Rock Island Co.	
Union Transportation Co.	Selbständig	
Brookhaven & Pearl River Co.	"	
Butte County RR. Co.	"	
Chicago Function Rys. & Union Stock Yards Co.	"	
Cincinnati, New Orleans & Texas Pacific Ry. Co.	Southwestern Construktion Co.	$ 2 000 000
Great Northern Ry. Co.	Selbständig	
Manchawkin & Long Beach Transport Co. . .	"	
Ry. Transfer Co. of Minneapolis	Minneapolis & St. Louis RR. Co.	
Oregon & Eureka RR. Co.	Selbständig	
Pennsylvania Co.	Pennsylvania RR. Co.	
Southern Pacific Co.	Selbständig	39 569 840
Sylvania & Girard RR. Co.	"	
Youngstown & Ohio River RR. Co.	"	
		$ 41 569 840
		$ 453[illegible]

[1]) Die hier gemachten Angaben, ob eine Gesellschaft selbständig ist, sind nicht all[illegible]

n- non k
76 500
00 000
20 250
10 000
41 800
–
00 000
46 050
8 900
300 000
125 000
000 000
849 259
10 000
10 000
297 759
9

$ 791 08

: zutreffend

…usstehendes Aktienkapital …ferred Stock	…usstehendes Aktienkapital Common Stock	Ausstehende fundierte Schuld	Davon im Besitz: desselben Systems fundierte Schuld	desselben Systems Aktien	anderer Eisenbahnges. fundierte Schuld	anderer Eisenbahnges. Aktien	vereinigter Eigentumer fundierte Schuld	vereinigter Eigentumer Aktien	des Publikums fundierte Schuld	des Publikums Aktien
	$ 176 500									$ 176 500
	1 200 000			$ 240 000				$ 960 000		
	20 250									20 250
	10 000									10 000
	41 800									41 800
	—									
…000 000	3 000 000	$ 2 921 372 Equipment Obl. 1 500 000 Debentures etc.		2 050 200					$ 4 421 372	2 949 800
	149 546 050	107 612 600 Collateral Trust Bds.	$ 275 000	119 550	$ 120 000	$ 15 478 400			107 217 600	133 948 100
	8 900									8 900
	300 000			299 500						500
	125 000	20 000 000 Mortgage Bds.								125 000
	60 000 000	162 223 548 Collateral Trust Bds. 3 755 169 Equipment Obl.	3 273 000	60 000 000					182 705 717	
…569 840	197 849 259	1 929 000 Mortgage Bds. 37 271 500 Collateral Trust Bds.	1 274 000	146 854	108 000 000				37 926 500	129 272 245
	10 000									10 000
	10 000									10 000
…569 840	$ 412 297 759	Mortgage Bds. $ 21 929 000 Coll. Trust Bds. 307 107 648 Equipment Obl. 6 676 541 Debentures etc. 1 500 000 $ 337 213 189	$ 4 822 000	$ 62 856 104	$ 108 120 000	$ 15 478 400	—	$ 960 000	$ 332 271 189	$ 266 573 095
$ 453 867 599		$ 337 213 189	$ 192 236 504						$ 598 844 284	
$ 791 080 788			$ 791 080 788							

…nicht alle ganz zutreffend, da die Interstate Commerce Commission nicht immer imstande war, die oft sehr komplizierten Kontrollverhältnisse genau aufzudecken.

samer zu gestalten, oder die Kontrolle mehrerer Gesellschaften über eine andere zu ermöglichen. Sie sind nur eine Art Mittelsperson und haben meist nur ein geringes eigenes Unternehmerkapital. Sie sind augenscheinlich vorgeschobene Personen, die keinen weiteren Zweck haben, als das wahre Verhältnis zu verschleiern. (v. d. Leyen.)

Ein Beispiel für die erste Art ist die Michigan Securities Co., die ein Aktienkapital von nur $ 20000 ausstehen hat, das sich gänzlich im Besitze der Cincinnati, Hamilton and Dayton Railway befindet. Diese Gesellschaft kontrolliert durch diesen Besitz von $ 20000 Aktien auch die bedeutende Pere Marquette RR. Co., die nahezu die doppelte Geleislänge jener besitzt und wiederum mehrere Untergesellschaften kontrolliert, von denen die Chicago, Cincinnati & Louisville Ry. Co. die wichtigste ist.

Die zweite Art vertritt z. B. die Southwestern Construction Co., deren Aktienmajorität im Besitz der Cincinnati, Hamilton and Dayton Railway & der Southern Railway ist, die hierdurch imstande sind, gemeinsam die Kontrolle über die Cincinnati, New Orleans and Texas Pacific Railway Comp. auszuüben.

Die beiliegende Tabelle zeigt die Namen der Holding Companies dieser beiden Klassen und die Art ihrer Kapitalisation. Die als nicht selbständig angegebenen Gesellschaften sind die Vertreterinnen der zweiten Klasse, der Intermediate Holding Companies.

Schließlich ist noch die dritte Klasse der Kontrollgesellschaften zu erwähnen, die sogenannten Industrial Holding Companies. Hierzu werden die industriellen Unternehmungen gerechnet, welche Eisenbahnen gekauft haben. Sie geben, um die hieraus entstehenden Kosten zu decken, gewöhnlich eigene Werte aus. Die Bahnen selbst benutzen sie entweder für sich allein oder lassen sie für allgemeine öffentliche Zwecke betreiben. Da die Höhe der Beträge, die die industriellen Gesellschaften an Eisenbahnpapieren besitzen, nicht festzustellen ist, unterlasse ich es auch, eine bloße Aufzählung ihrer Namen zu geben. Ich will hier nur anführen, daß der Bericht der Interstate Commerce Commission 22 solche Gesellschaften nennt, deren größte die United States Steel Corporation ist. Diese hatte die Macht über ein Eisenbahnsystem von 1213 Meilen Länge.

Mit Hilfe der bisher genannten Mittel gelang es, die Konsolidierungen im amerikanischen Eisenbahnwesen so weit zu fördern, daß große Eisenbahnsysteme entstanden. In der Tabelle auf Seite 147 gebe ich entsprechend den Berechnungen der Interstate

Commerce Commission die Zahlen der 29 größten dieser Systeme an. Diese 29 Systeme, von denen jedes mehr als 2000 Meilen beherrscht, hatten 81,1 % der gesamten Bahnlänge der Vereinigten Staaten in ihrer Gewalt. Die von ihnen ausgegebenen Effekten stellen 90,2 %, und zwar 87 % der Aktien und 93,3 % der fundierten Schuld, des gesamten Eisenbahnkapitals der Union dar. Die von diesen Systemen ausgegebenen Wertpapiere befanden sich zu 28 %, und zwar 44,8 % der Aktien und 13,9 % der Bonds, im Besitze der Systeme, deren Glieder sie emittiert hatten. Bei dem Studium der beiliegenden Tabelle ist zu berücksichtigen, daß die Interstate Commerce Commission einige Systeme als unabhängig angeführt hat, die in Wirklichkeit unter der Kontrolle eines anderen Systems stehen. Diese Ungenauigkeit ist dadurch zu erklären, daß die Kommission nicht imstande war, genau festzustellen, wenn eine gemeinsame Kontrolle über ein System durch mehrere Gesellschaften zusammen oder besonders, durch eine Gesellschaft zusammen mit einigen ihr nahestehenden Großkapitalisten ausgeübt wurde.

Diese großen Systeme verdanken ihr Entstehen und ihre heutige Bedeutung vor allem den Manipulationen, die die Erwerbung der Kontrolle über andere Bahngesellschaften bezweckten. Überall, wo eine Bahn eine andere, oder wo eine Holding Company mehrere Gesellschaften kontrolliert bestehen die Schäden, die einer Fusion anhaften, ohne aber deren Vorteile zu gewähren. Denn es wird durch die Kontrollkäufe einerseits in einigen wenigen Händen eine starke finanzielle Macht konzentriert, häufig ohne daß dadurch andererseits Betriebsersparnisse erzielt werden könnten.

Außer diesem allgemeinen Schaden drohen aber auch stets Gefahren, die aus der Art der Finanzierung der Systeme entspringen. Denn die Finanzverhältnisse dieser großen Systeme sind meist so verschleiert, daß es den Außenstehenden unmöglich ist, sich ein klares Bild von der Lage der einzelnen Gesellschaften zu machen. Das Mittel, dies zu erreichen, ist heute die fortgesetzte Gründung und das Aufeinanderpfropfen von immer neuen Gesellschaften, an die man stets wieder den gleichen Sachbesitz verkauft und verpachtet, und zwischen denen er so hin- und hergeschoben wird.

Die Art und Weise, wie diese Transaktionen vorgenommen werden und wie das Publikum immer von neuem zur Hergabe von Kapitalien veranlaßt wird, hat Liefmann im einzelnen für die Verhältnisse der New Yorker Straßenbahnen dargelegt. Zusammen-

Holding Companies.

Holding Companies	Ist die Gesellschaft selbständig oder abhängig (und von wem?)
Alabama, New Orleans, Texas & Pacific Junction Rys, Ltd.	Selbständig[1])
Southern California Ry. Comp.	Atchison Topeka & Sta. Fé Ry. Co.
Atlantic Coast Line Co.	Selbständig
Richmond Washington Co.	Baltimore & Ohio RR., Pennsylvania RR. Co. Seaboard Co., Southern Ry.
Car Trust Realization Co.	Selbständig
Chesapeake Western Co.	,,
Chicago Transfer & Clearing Co.	?
Michigan Securities Co.	Cincinnati, Hamilton & Dayton Ry.
Southwestern Construction Co.	Cincinnati, Hamilton & Southern Ry.
Cripple Creak Central Ry. Co.	Selbständig
Al Paso & Northeastern Co.	,,
Kootenay Ry. & Navigation Co.	Great Northern Ry.
Mississippi Valley Co.	Illinois Central RR. Co.
Mississippi Valley Corporation	,,
Lackawanna & Wyoming Valley Rapid Transit Co. .	Selbständig
Pacific Coast Co.	,,
Reading Co.	,,
Rock Island Co.	,,
Chicago, Rock Island & Pacific RR. Co.	Rock Island Co.
Seaboard Co.	Selbständig
Carson & Colorado Ry. Co.	Southern Pacific Co.

[1]) Für die hier als selbständig aufgeführten Gesellschaften gilt dasselbe wie für

te

rec
x

9c

2c

oc

25c

00c

000

631

491

$ 5

abell

oständig n wem?)	Ausstehendes Aktienkapital Preferred Stock	Common Stock	Ausstehende fundierte Schuld	Davon im Besitz desselben Systems fundierte Schuld	Aktien	anderer Eisenbahnges. fundierte Schuld	Aktien	vereinigter Eigentümer fundierte Schuld	Aktien	des Publikums fundierte Schuld	Aktien
	7 299 000	$ 12 165 000	$ 12 690 002 Mortgage Bonds				$ 8 281 396			$ 12 690 002	$ 11 182 604
é Ry. Co.	6 072 000	6 752 000	8 784 000 do. 3 500 870 Income Bonds	$ 12 284 350	$ 12 801 400					520	22 600
		12 600 000	13 000 000 Debentures etc.		2 027 050					13 000 000	10 572 950
nnsylvania ıthern Ry		2 670 000	8 500 000 Collateral Trust Bds.		445 000				$ 2 225 000	8 500 000	
		—									
		—									
		4 000 000									4 000 000
ayton Ry.		20 000			20 000						
ıthern Ry.		2 051 300			750 700		448 700		849 900		2 000
	3 000 000	2 500 000									5 500 000
		12 000 000	4 792 000 Collateral Trust Bds.		2 000 000					4 792 000	10 000 000
ıy.		2 433 000	2 335 680 Debentures etc.	1 069 045	2 419 093					1 266 635	13 907
Co.		300 000	4 350 000 Mortgage Bonds		300 000						
		5 000	3 612 548 Debentures etc.	6 125 048	5 000					1 837 500	
		6 500 000	7 336 000 Mortgage Bonds							7 336 000	6 500 000
	5 525 000	7 000 000	5 000 000 do.							5 000 000	12 525 000
	70 000 000	70 000 000	75 346 000 do. 24 295 000 Collateral Trust Bds. 1 337 372 Debentures etc. 4 242 000 Equipment Oblig.	4 507 000	4 650		60 715 000			100 713 372	79 280 350
	54 000 000	96 000 000			12 561 311						137 438 689
.		145 000 000	87 280 980 Collateral Trust Bds.	438 175	145 000 000					86 842 805	
	22 353 188	28 544 337			2 375						50 895 150
Co.		4 380 000	2 000 000 Mortgage Bonds	2 000 000	4 380 000						
	$ 168 249 188	$ 414 920 637	Mortgage Bds. $ 115 506 002 Coll. Trust Bds. 124 867 980 Debentures etc. 20 285 600 Income Bds. 3 500 870 Equipment Obl. 4 242 000 $ 268 402 452	$ 26 423 618	$ 182 716 579	—	$ 69 445 096	—	$ 3 074 900	$ 241 978 834	$ 327 933 250
	$ 583 169 825		$ 268 402 452	$ 281 660 193						$ 569 912 084	
	$ 851 572 277			$ 851 572 277							

lbe wie für die Tabelle der Operating Companies.

Name des Systems	Meilenlänge	Ausstehendes Kapital		Davon im Besitze des Systems selbst	
		fundierte Schuld	Aktien	fundierte Schuld	Aktien
Atchison, Topeka & Sta. Fé	9623,59	$ 420 660 118	$ 389 081 822	$ 136 295 584	$ 167 899 392
Atlantic Coast Line .	11 634,48	481 393 620	247 412 824	91 892 294	140 009 682
Baltimore & Ohio . .	4759,85	480 791 892	385 055 567	127 490 038	166 572 313
Boston & Maine . .	3 369,10	102 904 436	109 855 230	5 959 900	20 101 930
Canadian Pacific (in den U. S.)	3081,43	83 491 315	55 564 200	23 370 000	27 414 550
Central of Georgia . .	2 277,72	56 950 388	16 116 305	660 000	2 569 505
Chicago & Northwestern	7 660,39	181 598 120	109 706 501	13 317 120	8 790 038
Chicago, Burlington & Quincy	9 141,54	289 609 782	335 862 299	81 514 341	311 123 772
Chicago, Milwaukee & St. Paul	7 340,60	129 208 500	121 931 800	6 168 000	7 731 500
Cincinnati, Hamilton & Dayton	3 592,55	161 315 644	91 485 063	21 217 000	51 802 200
Cleveland, Cincinnati, Chicago & St. Louis	2 699,05	143 565 162	103 452 933	7 617 998	35 947 470
Colorado & Southern .	2 132,93	57 960 049	72 749 900	4 689 412	18 196 305
Denver & Rio Grande	3 116,95	148 804 100	199 600 500	5 867 600	82 004 208
Erie	2 532,97	310 286 280	255 419 540	44 365 310	65 062 983
Great Northern (exl. Ch., B. & Q.) . .	6 114,42	240 809 189	243 929 650	29 671 015	88 672 993
Illinois Central . . .	6 107,49	314 806 058	166 883 211	102 229 047	49 639 143
Missouri, Kansas & Texas	2 886,42	147 356 232	108 530 800	471 541	20 987 143
Missouri Pacific . .	6961,67	294 954 396	219 918 059	42 756 296	126 841 381
New-York Central & Hudson River . .	9072,93	599 832 605	468 340 528	13 009 090	195 118 862
New-York, New-Havens & Hartford .	2 763,15	214 024 125	222 535 196	34 511 133	83 496 071
Northern Pacific (excl. Ch., B. & Q.) . .	6613,54	310 834 906	198 587 262	7 510 000	36 695 759
Pennsylvania	11 390,50	853 408 449	821 007 922	71 690 534	365 505 619
Reading	2 358,69	268 864 396	262 657 502	30 908 845	84 883 406
Rock Island	14 816,40	790 396 240	719 914 117	132 765 241	503 407 183
Seaboard	3031,36	90 853 653	126 437 625	10 682 522	62 385 308
Southern Pacific . .	9780,64	410 291 322	682 306 941	21 235 300	437 674 076
Southern	10 700,05	465 330 177	314 062 510	64 215 591	73 760 719
Union Pacific . . .	7 719,85	406 684 568	530 321 647	83 684 350	180 367 449
Wabash	2 801,49	267 143 780	153 734 011	14 594 000	52 498 094
	176 081,75	$ 8 724 129 502	$ 7 732 461 465	$ 1 220 359 102	$ 3 466 159 054

fassend kann man anschließend an Liefmann, das Vorgehen der Gesellschaften folgendermaßen darstellen, wobei allerdings nicht vergessen werden darf, daß diese anfechtbare Politik nur in Ausnahmefällen verfolgt wurde:

Die Holding Company verpachtet die Bahnen, die sie kontrolliert, an eine Betriebsgesellschaft. Diese ist dann Besitzerin der Bahnen im juristischen Sinne: Sie hat ein Nutzungsrecht, bezieht also deren Erträgnisse direkt, hat aber den Inhabern der Aktien gegenüber, und das ist die Holding Company, meist eine Dividendengarantie zu übernehmen. Die Bedeutung und der Zweck dieser Verpachtung der Untergesellschaften an eine zweite Gesellschaft bestehen darin, die Untergesellschaften aus der Herrschaft einer Gesellschaft herauszuziehen und diese Herrschaft über möglichst viele Gesellschaften zu verteilen, zwischen denen man sie dann hin- und herschieben und danach die Erträgnisse dieser Gesellschaften regulieren kann. Eine solche Untergesellschaft wird eigentlich zweimal verkauft. Zuerst werden ihre Effekten und damit die Verfügung über die Anlagen an eine Holding Company verkauft, dann diese Anlagen selbst noch einmal an eine andere Gesellschaft, die Betriebsgesellschaft, nur daß man diesmal einen anderen juristischen Weg, den der Verpachtung, wählt. Wenn die Kontrollgesellschaft die Anlagen ihrer Untergesellschaften an die sogenannte Betriebsgesellschaft verpachtet, kann sie sich für die Verpachtung hohe Dividendengarantien ausbedingen und so sich hohe Einnahmen sichern und die Sorge für ihre Beschaffung der Betriebsgesellschaft überlassen.

Liefmann schildert dann auch noch in dem Kapitel über die »Beurteilung der Kontrollgesellschaften« die Gefahren, die die Holding Companies im Gefolge haben können.

»Je mehr sich eine Kontrollgesellschaft einer monopolistischen Stellung nähert, um so mehr kann sie natürlich das Aufkommen neuer Konkurrenz durch ihre Kapitalkraft und durch Verpflichtungen zu ausschließlichem Verkehr verhindern — — — —.

Abgesehen von den monopolistischen Wirkungen aber liegen die Gefahren der Kontrollgesellschaft auf folgenden Gebieten: Die Hauptgefahr derselben als besondere Form der Effektensubstitution und ihre bedeutendste volkswirtschaftliche Wirkung überhaupt ist die, daß mittelst ihrer Leute verhältnismäßig sehr geringer eigener Kapitalinvestierung außerordentlich große Massen von Sachkapital beherrschen können.« Wie dies möglich ist, wird etwas weiter unten darzustellen sein. Der Erwerb einer so großen Macht ohne große

Kosten »mag unter Umständen für eine auch volkswirtschaftlich nützliche Konsolidierung großer Unternehmungen und ganzer Industrien vorteilhaft sein, im allgemeinen aber wird die Kontrolle, die mit so geringem eigenem Kapital erlangt werden kann, benutzt werden, um durch Finanzierungs- und Schiebungsmanipulationen große private Gewinne herauszuschlagen. — — — Die Hauptgefahr der Kontrollgesellschaft liegt also darin, daß sie die Möglichkeit zu Effektentransaktionen und -spekulationen größten Stils gibt. Dazu wird sie in Amerika vor allem verwendet und selbst, wo sie das Mittel zum größeren Betriebe, zur Schaffung großer volkswirtschaftlich vorteilhafter Fusions- and Kombinationsunternehmungen oder zur Konsolidierung ganzer Industrien ist, sind private Gewinnabsichten mit den dabei erforderlichen Effektentransaktionen seitens der Promoters oder Finanziers fast immer verbunden. Alles das gibt dem amerikanischen Effektenmarkte seinen unsicheren Charakter, bewirkt die außerordentlich großen und häufigen Kursschwankungen, die weit über das in Europa übliche hinausgehen und viel öfter als hier künstlich zu Spekulationszwecken herbeigeführt oder vergrößert werden. — — — Ganz besonders gefährlich werden alle solche Effektentransaktionen, die die Holding Company ermöglicht, dadurch, daß sie in so großem Umfange mit geliehenem Gelde vorgenommen werden, daß die großen Kapitalisten und Spekulanten regelmäßig in der Lage sind, die Kapitalien von Nationalbanken, Trust Companies, Sparbanken oder Versicherungsanstalten, welche nur in erstklassigen Sicherheiten angelegt werden sollten, in größtem Maßstabe für ihre Effektenspekulationen zu verwenden. Dieser Umstand, der natürlich durch die starke Dezentralisation des amerikanischen Bankwesens gefördert wird, trägt wie kein anderer dazu bei, die ungünstige Folge dieser Spekulationen, die allgemeine Unsicherheit über den Effektenmarkt hinaus auf den ganzen Kredit- und Kapitalienverkehr auszudehnen.«

Um diese mißlichen Folgen der Holding Companies einzuschränken, macht die Railroad Securities Commission allerhand Vorschläge. Der Bericht sagt hierüber ungefähr folgendes:

Welches auch immer die Mißstände sein mögen, die durch diese Holdings verschuldet sind, ein unterschiedloses Verbot des Besitzes von Aktien einer Bahn seitens einer anderen würde eine zu tiefgehende Störung einmal bestehender Beziehungen involvieren, als daß wir uns auf die Befürwortung eines solchen Verbotes bedingungslos festlegen sollten. Es ist schon

vieles getan, wenn wir die unnötige weitere Ausdehnung dieser Gebilde beseitigen und Maßnahmen treffen, um die Interessen der Minorität gegenüber den Vertretern der kontrollierenden Gesellschaften zu schützen.

Wenn einer Bahn gestattet wird, notwendige Linien, die der Bewältigung zwischenstaatlichen Verkehrs dienen, in einem anderen Staat zu bauen, ohne gezwungen zu sein, in letzterem Staat zu diesem Zweck eine besondere Gesellschaft zu formieren, so ist schon ein ergiebiger Grund für die Bildung von Holding Companies beseitigt. Wenn volle Publizität bezüglich der Notwendigkeit des Kaufs der Aktien einer Bahn durch eine andere obligatorisch ist, ebenso wie bezüglich des eventuellen Interesses der Direktoren an dieser Transaktion, wird eine weitere Quelle der Gefahr verstopft. Wenn wir endlich künstliche Fusionshindernisse dadurch beseitigen, daß wir die Ausgabe von Aktien ohne Nennwert gestatten, vermeiden wir die Unkosten für eine doppelte korporative Organisation dort, wo eine einheitliche Organisation aus nationalökonomischen und Zweckmäßigkeitsgründen bessere Dienste leisten würde. In dieser und mancher anderen Hinsicht resultieren die bisherigen Schwierigkeiten aus unserem Glauben, daß die Konkurrenz als Regulator anzusehen sei, in einem Geschäftszweig, der richtiger seiner Wesenheit nach als ein durch Staatsaufsicht reguliertes Monopol zu betrachten ist.

Jede Gesellschaft oder Gruppe, welche die Majorität einer existierenden Bahn erworben hat, müßte gehalten sein, die Aktien der Minorität zum gleichen Preis zu erwerben, wenn der für die Majoritätsaktien gezahlte Preis ein einheitlicher war. Wenn der Erwerb zu verschiedenen Preisen erfolgte, sollte entweder, nach Wahl der Minorität, der Durchschnittspreis oder ein festzusetzender Taxpreis den Minoritätsaktionären gezahlt werden.

Wenn eine Gesellschaft die Kontrolle der Common Shares einer anderen Gesellschaft, aber nicht die Kontrolle der Preferred Shares erworben hat, sollte sie gehalten sein, entweder den Preferred Stock zu kaufen, oder aber den Dividendenanspruch des letzteren kumulativ zu machen; denn das Fortbestehen nichtkumulativer Vorzugsaktien wird unter diesen Umständen die ständige Versuchung zu unfairer Behandlung, wenn nicht gar zu offenbarem Betruge der Vorzugsaktionäre bieten.

Um vexatorische Opposition gegenüber Fusionsprojekten seitens einer Minorität zu vermeiden, sollte es möglich sein, nachdem die Offerte in angemessener Weise gemacht ist, das Eigentum

durch Beschluß einer Dreiviertel-Majorität aller Aktien zu zedieren und die Gesellschaft aufzulösen. Der Erwerb von weniger als der Majorität einer Bahn durch eine andere (ausgenommen diejenigen Fälle, wo zwei Bahnen gemeinschaftlich die Aktien einer Verbindungsbahn halten) sollte unterlassen und soweit als möglich verboten werden.

Die Konsolidierung des amerikanischen Bahnwesens hat naturgemäß auch Änderungen in der finanziellen Struktur der Gesellschaften hervorgerufen, die für den heutigen Stand der Kapitalisation der Gesellschaften noch maßgebend sind.

Wenn der Zusammenschluß der Gesellschaften dadurch erfolgte, daß beide Gesellschaften in einer großen oder eine Gesellschaft in einer anderen aufging, so waren die Probleme der Finanzierung nicht sehr schwierige. Im ersteren Falle gab die neue Gesellschaft, entsprechend dem Werte der Aktien der konsolidierten Gesellschaft, neue Aktien aus und übernahm gewöhnlich die fundierte Schuld der einzelnen Gesellschaften auf eigene Rechnung. Diese wurden dann aufgelöst.

Im letzteren Falle tauschte die übernehmende Gesellschaft die Aktien der anderen Gesellschaft gegen ihre eigenen aus, um welchen Betrag ihr Aktienkapital erhöht wurde. Die Bonds der übernommenen Gesellschaften wurden ebenfalls meist ohne jede Einschränkung mit übernommen, so daß, von der Konsolidierung an, die übernehmende Gesellschaft für das Kapital und die Zinsen dieser Bonds aufkam. Diese Bonds, die also den Namen einer gar nicht mehr existierenden Gesellschaft tragen, heißen Assumed Bonds. Da diese Bonds schon ziemlich früh entstanden, ist der größte Teil von ihnen heute bereits getilgt. Als Beispiel heute noch ausstehender Bonds können die 6% New York and Flushing First Mortgage Bonds assumed by the Long Island RR. Co. angeführt werden.

Als dann später die Bahnen gepachtet wurden und die Kontrolle über Eisenbahngesellschaften von anderen gekauft wurde, bediente man sich häufig der Guaranteed und der Endorsed Bonds, um die Untergesellschaften in der Finanzierung zu unterstützen. Von der rechtlichen Bedeutung dieser Obligationenarten ist bereits oben die Rede gewesen. Man bedient sich dieser Bonds noch heute außerordentlich häufig; als Beispiel seien die 4% Southern Pacific RR. I. Refunding Mortgage Bonds von 1905 genannt, die von der Southern Pacific Company hinsichtlich Kapi-

tals und Zinsen garantiert sind. Die diesbezüglichen Worte in der Mortgage dieser Bonds lauten:

»Die Southern Pacific Company erklärt sich bereit, bedingungslos dem Besitzer dieser Bonds die pünktliche Bezahlung durch die Southern Pacific RR. Co. zu garantieren, oder durch ihre Rechtsnachfolger, sowohl hinsichtlich des Kapitals als auch der Zinsen aller Bonds dieser Gesellschaft oder ihrer Rechtsnachfolger, welche unter dieser Mortgage ausgegeben werden, sobald der Termin der Zahlung gekommen ist. Und die erstgenannte Gesellschaft verpflichtet sich, selbst pünktlich das Kapital und die Zinsen zu zahlen, wenn ein Zahlungsverzug bei der RR. Co. eintreten sollte; und sie verpflichtet sich ferner, alle Steuern, die von der RR. Co. auf das Kapital oder die Zinsen dieser Bonds gefordert werden, selbst zu zahlen, sofern dieselben nicht durch die RR. Co. bezahlt werden; und sie gibt ferner zu, daß sie veranlassen wird, daß ihre Garantie auf jedem der besagten Bonds in der oben dargestellten Form bestätigt wird, vorschriftsmäßig vollzogen durch ihren Präsident oder Vize-Präsident mit dem Siegel der Gesellschaft unter Bestätigung durch ihren Sekretär oder einen ihrer Hilfssekretäre.«

Es kommt häufig vor, daß die Hauptgesellschaften ihren Untergesellschaften Vorschüsse geben, die dann später zu Bondsausgaben führen. Diese Vorschüsse figurieren in den Bilanzen unter dem Posten »advances to other companies«. Aus dieser Bezeichnung läßt sich gar nichts näheres über den Anlaß und den Inhalt dieses Postens erkennen. Gewöhnlich bedeutet es aber die Hingabe von Geldvorschüssen an finanziell schwache Untergesellschaften, deren Bonds von der Hauptgesellschaft garantiert sind oder deren Kontrolle in den Händen dieser Gesellschaft liegt. Die Möglichkeit einer solchen Buchung hat zu recht schädlichen Mißbräuchen geführt. Die Gefahr liegt in dem Fehlen der Angabe von Details über diese »other companies«, und daher wäre es äußerst wünschenswert, daß eine deutliche Aufstellung über den Betrieb der kontrollierten und gepachteten Bahnen gegeben würde. Woodlock führt in seiner kleinen Schrift »The Anatomy of a Railroad Report« einen Fall an, der die Gefahr dieser Buchungsmethode klar vor Augen führt. »Eine gewisse Gesellschaft vermehrte 1894 ihre Bondsschuld um ungefähr 1 500 000 und vermehrte ihre »advances to other companies« ungefähr um dieselbe Summe, und — wie merkwürdig! — ihre sonstigen Einnahmen zeigten eine ganz bedeutende Zunahme in Anbetracht der be-

kannten Umstände. Ungefähr folgendes hatte sich wohl ereignet: Da die Gesellschaft eine Steigerung der Einnahme aus Dividendenrücksichten brauchte, lieh sie den Erlös der $ 1 500 000 Bonds an eine oder zwei ihrer Untergesellschaften. Dadurch konnten diese eine höhere Dividende erklären, die der Hauptgesellschaft in der Form gesteigerter »sonstiger Einnahmen« wieder zufloß und so das gewünschte Resultat herbeiführte. Da die Bilanzen der Untergesellschaften nicht veröffentlicht wurden, wurde diese Transaktion nicht beanstandet, aber in Wirklichkeit bedeutete sie nicht weniger, als daß Bonds verkauft wurden, um aus ihrem Erlös Dividenden zu zahlen.«

Eine weitere Bondsart, die den Konsolidierungen ihre Entstehung verdankt, sind die Joint Bonds. Diese werden von mehreren Gesellschaften zusammen ausgegeben, wobei jede derselben für einen bestimmten Teil der Anleihe die Haftung übernimmt. Sie werden meist dann angewandt, wenn mehrere Gesellschaften gemeinsam eine Untergesellschaft besitzen. Das bekannteste Beispiel solcher Obligationen sind die 4proz. Northern Pacific-Great Northern Joint Gold Bonds (Burlington Collateral) von 1901. Diese Bonds wurden in Höhe von $ 222,4 Millionen autorisiert, um von ihrem Erlös das Aktienkapital der Chicago, Burlington and Quincy RR. zum Preise von $ 200 pro Aktie zu kaufen. Von diesen Bonds stehen zurzeit $ 215 227 000 aus und zwar je die Hälfte ($ 107 613 500) zu Lasten der Northern Pacific und Great Northern.

Um das oben in Klammern beigefügte »(Burlington Collateral)« verständlich zu machen, ist es notwendig, auf die infolge der Konsolidierungen neu entstandene Methode der Sicherstellung von Bonds durch »Collateral« einzugehen.

Da die Kontrollkäufe durch die Bahngesellschaften die Aufwendung außerordentlich großer Mittel erforderlich machten, mußten die Bahngesellschaften, da ihr Eigentum bereits meist gänzlich durch Mortgages belastet war, ein neues Mittel finden, um sich die zum Ankauf von Effekten notwendigen Kapitalien zu verschaffen. Dies gelang ihnen dadurch, daß sie Bonds zur Ausgabe brachten, die ein erstes Pfandrecht auf die verschiedenen Aktien und Obligationen der Untergesellschaften, die im Besitze der Hauptgesellschaft sind, besitzen. Diese Effekten werden bei einem Treuhänder gemäß den Bestimmungen einer »Trust Indenture« hinterlegt. Dadurch erlangt die Gesellschaft das Recht, Bonds bis zu einer gewissen Höhe auszugeben, die durch eine Hypothek auf die hinterlegten Effekten gesichert sind. Der ganze

Vorgang gleicht einem Lombarddarlehen, allerdings mit dem Unterschied, daß hier eine Anleihe für eine Reihe von Jahren zu einem festen, sich gleichbleibenden Zinsfuße unter genau festgelegten Bedingungen aufgenommen wird.

Da der Wert der hinterlegten Effekten häufig Schwankungen unterliegt, ist in solchen Fällen die Sicherheit der Collateral Bonds meist eine wechselnde. Besonders deutlich tritt dies in Erscheinung, wenn die Collateral Bonds zum größten Teil durch Hinterlegung von Aktien gesichert sind. Der Kurs dieser Bonds richtet sich dann nach den Dividenden, welche auf die hinterlegten Aktien bezahlt werden. Ist der Dividendenertrag dieser gering, so sinkt auch der Wert der Collateral Bonds, wie dies z. B. an dem Kurse der 4% Chicago Rock Island & Pacific Railroad Coll. Mtge. Bds. p. 2002 in den letzten Jahren zu beobachten war.

Das Unterpfand der Collateral Bonds besteht vielfach auch aus Bonds, welche ein Pfandrecht auf Bahnstrecken besitzen. Wenn dann die Gesellschaft zahlungsunfähig würde, kämen die Besitzer der Collateral Bonds infolge des Foreclosure-Verfahrens auch wieder in den Besitz von Bonds, die vielleicht ebenfalls notleidend sind. Dadurch werden aber nicht nur die Kosten erhöht, sondern auch das schließliche Ergebnis wird ein äußerst zweifelhaftes. Darum ist es auch ganz erklärlich, wenn für Collateral Bonds nicht so hohe Preise zu erzielen sind, wie für Mortgage Bonds.

Neben diesen Collateral Mortgage Bonds kommen auch Collateral Trust Notes vor. Diese unterscheiden sich dadurch von den Bonds, daß der Treuhänder nicht nur das Collateral in Verwahrung nimmt, sondern auch die Rechte, die aus dem Eigentum der hinterlegten Effekten folgen, wahrnehmen kann. Gewöhnlich bezieht sich eine solche Abmachung nur auf die Ausübung des Stimmrechts, das etwa hinterlegten Aktien zusteht. Die Rechte des Treuhänders können aber noch dahin erweitert werden, daß er hinterlegte Effekten zu bestimmtem Preise oder jederzeit, wenn es ihm geraten erscheint, verkaufen darf, um aus ihrem Erlös Noten einzulösen. Diese und ähnliche Abmachungen werden gewöhnlich getroffen, um für die Collateral Notes einen etwas höheren Preis zu erzielen. Beispiele solcher Anleihen sind die Collateral Trust Notes der Union Pacific und der Northern Pacific aus dem Jahre 1891 bezw. 1893.

Um den Erlös aus Collateral Bonds noch weiter zu steigern, ist man auf die Idee gekommen, die Besitzer dieser Obligationen, entweder an dem Ertrag der hinterlegten Effekten zu beteiligen,

wenn dieser eine bestimmte Höhe überschreiten sollte, oder aber ihnen einen bestimmten Gewinnanteil zuzusichern, falls solche Effekten zu besonders guten Preisen verkauft werden konnten.

Die ersteren Bonds werden »Participating Bonds«, letztere »Profit Sharing Bonds« genannt.

Das einzige mir bekannte Beispiel sind die von Rosenthal zitierten 4proz. Participating Bonds der Oregon Short Line RR., die 1902 emittiert und 1905 zur Rückzahlung einberufen und eingezogen wurden. »Nach dem Pfandvertrag sollten die Bonds vollen Anteil an den Dividenden über 4% haben, welche auf die zur Sicherheit der Bonds hinterlegten Northern Securities Cy.-Aktien zur Auszahlung kamen. Bald nach der Auszahlung der Bonds gaben die Northern Securities Cy.-Aktien 5%. Die Bonds teilten sich daher in 1% Dividende und erhielten außerdem ihre Zinsen.«

Diese verschiedenen Arten Collateral Bonds, durch deren Ausgabe die Mittel zum Ankauf von Effekten anderer Gesellschaften beschafft werden können, wurden besonders gern von den Holding Companies benutzt. Sie wollten dadurch erreichen, daß ihr Aktienkapital nur so groß bemessen zu werden brauchte, daß die Kontrolle leicht in einer Hand vereinigt werden kann. Überhaupt wurde die Finanzierung dieser Gesellschaften meist so vorgenommen, daß die Kontrolle über die Holding Company und somit über das ganze System den Besitzer dieser Macht fast gar nichts kostete. Dies konnte ungefähr folgendermaßen erreicht werden: Wenn die Kontrolle über zwei Gesellschaften $ 200 Mill. kosten sollte, so konnte man eine Kontrollgesellschaft gründen, die für $ 80 Millionen Vorzugsaktien und für $ 120 Millionen Collateral Bonds verausgabte, die ungefähr die benötigten $ 200 Millionen einbrachten. Außerdem konnte man dann noch $ 200 Millionen Stammaktien mit Stimmrecht schaffen. Hiervon konnte nahezu die Hälfte zu einem billigen Preise verkauft werden, so daß schließlich noch etwas über $ 100 Millionen Stammaktien, also die Majorität, im Besitze des Gründers der Gesellschaft verblieben, die ihn fast nichts gekostet oder sogar noch einen Gründergewinn eingetragen haben. Ist der Erwerb der Kontrolle aber immer noch zu kostspielig, so kann eine zweite Holding Company gegründet werden, welche die Aktien der ersten kauft und in gleicher Weise wie diese kapitalisiert wird.

Aus diesem Beispiel ergibt sich, daß die Konsolidierung der Eisenbahngesellschaften in vielen Fällen mit einer starken Zunahme der Kapitalisation und der festen Lasten verbunden war.

Bereits früher sahen wir, daß bei dem Kauf der Chicago Burlington & Quincy RR. $ 2 Bonds für jeden Dollar Aktien ausgegeben wurden. In dem gleichen Verhältnis wurde die Übernahme der Lake Shore durch die New York Central durchgeführt. Die Northern Securities Company, welche die Werte der Great Northern und der Northern Pacific besaß, gab $ 180 ihrer Aktien für $ 100 Aktien der Great Northern und für $ 115 Aktien der Northern Pacific. Diese Beispiele beweisen zur Genüge, daß die Konsolidierung der Bahngesellschaften durch Kontrollkäufe mit einer erheblichen Steigerung der Kapitalisation der Eisenbahnsysteme verbunden war.

Bis jetzt haben wir nur die Zusammenschlüsse der Bahngesellschaften untereinander und mit Zuhilfename der Holding Companies betrachtet. Ich möchte diesen Teil aber nicht abschließen, ohne auch von den Eisenbahngruppen, die von einzelnen Individuen abhängig sind, gesprochen zu haben, obwohl diese verstärkte Konzentration des Eisenbahnwesens keinen direkten Einfluß auf die Finanzierung der Bahngesellschaften gehabt hat.

Diese genannten Eisenbahngruppen sind dadurch entstanden, daß ein einzelnes Individuum oder mehrere gemeinsam vorgehende Personen, welche die Kontrolle über ein System besitzen, auch den entsprechenden Einfluß auf ein anderes System erworben haben. Nach außen tritt diese Interessengemeinschaft nicht deutlich in Erscheinung. Sie dokumentiert sich höchstens dadurch, daß ein solcher »Eisenbahnkönig« oder seine Untergebenen in den Aufsichtsräten verschiedener Systeme vertreten sind.

Durch immer weitere Ausdehnung dieser Gruppen ist es allmählich so weit gekommen, daß heute die Herrschaft über fast alle amerikanischen Bahngesellschaften in den Händen einiger weniger Personen vereinigt ist. Als Abschluß dieses Teiles soll die neueste Einteilung der großen amerikanischen Bahngruppen oder »Interests« nach dem American Year Book 1912 folgen.

Jede dieser Gruppen vereinigt in sich wieder mehrere Systeme, die auch erst durch Konsolidierung entstanden waren.

Die Gewalt über alle diese Gesellschaften liegt in der Hand der Person, oder der Vereinigung, welche der Gruppe ihren Namen gegeben hat. Die aufgezählten 13 Gruppen repräsentieren 198 638 Meilen Bahnlänge; das sind 81,9 % der Länge aller amerikanischen Bahnen.

(Siehe beiliegende Tabelle.)

Die größten Eisenbahngruppen in den Vereinigten Staaten.

(American Year Book 1912.)

Harriman Interests:	
Oregon Short Line	1646 Meilen
Oregon Ry. & Navigation Co.	1737 „
Union Pacific	3791 „
Southern Pacific	10257 „
Illinois Central	6340 „
Central of Georgia	1915 „
Baltimore & Ohio	4555 „
Delaware & Hudson	875 „
S. Pedro, Los Angeles & Salt Lake	1105 „
Cincinnati, Hamilton & Dayton	1015 „
	33236 Meilen

Morgan Interests:	
Erie Railroad	2565 Meilen
Père Marquette	2334 „
Southern Ry.	8667 „
Cincinnati, New-Orleans & Texas Pac.	335 „
Mobile & Ohio	1114 „
Atlantic Coast Line	6818 „
Louisville & Nashville	4590 „
Chicago & Great Western	1495 „
	27918 Meilen

Hill Interests:	
Great Northern	7397 Meilen
Northern Pacific	6281 „
Chicago, Burlington & Quincy	10443 „
Colorado & Southern	1249 „
	25370 Meilen

Vanderbilt Interests:	
Boston & Albany	392 Meilen
New-York Central	3591 „
Lake Shore & Michigan Southern	1663 „
Michigan Central	1805 „
New-York, Chicago & St. Louis	561 „
Lake Erie & Western	886 „
Cleveland, Cincinnati, Chicago & St. Louis	1979 „
Pittsburgh & Lake Erie	215 „
Andere östlich angegliederte Linien	1759 „
Toledo & Ohio Central	444 „
Western Maryland	575 „
Chicago & Northwestern	9827 „
Chicago, Indiana & Southern	329 „
	24026 Meilen

Hawley Interests:	
Minneapolis & St. Louis	1027 Meilen
Iowa Central	559 „
Toledo, St. Louis & Western	451 „
St. Louis & San Francisco	7471 „
Chicago & Alton	1025 „
Chesapeake & Ohio	2232 „
Missouri, Kansas & Texas	3393 „
Hocking Valley	350 „
	16508 Meilen

Gould Interests:	
Wabash	2663 Meilen
Wheeling & Lake Erie	457 „
Missouri Pacific	3920 „
St. Louis, Iron Mountain & Southern	313 „
St. Louis Southwestern	1675 „
Texas & Pacific	1991 „
International & Great Northern	1159 „
Denver & Rio Grande	2778 „
Western Pacific	979 „
	15935 Meilen

Pennsylvania RR. Interests:	
Pennsylvania Lines	11197 Meilen
Norfolk & Western	1990 „
	13187 Meilen

Moore Interests:	
Rock Island	8144 Meilen
Delaware, Lackawanna & Western	1052 „
Lehigh Valley	1431 „
	10627 Meilen

New-Haven Interests:	
New-York, New-Haven & Hartford	2887 Meilen
Boston & Maine	3594 „
	6481 Meilen

Atchison, Topeka & Sta. Fé	10472 Meilen
Chicago, Milwaukee & St. Paul	9657 Meilen
Seaboard Air Line	3084 Meilen
Philadelphia & Reading	2137 Meilen

VIII. Die zunehmende Verschuldung der Bahnen mit Hilfe neuer Formen von Obligationen.

Im Laufe der Jahre gelang es den meisten Bahnen nicht mehr, ihren Geldbedarf allein aus dem Verkauf von Mortgage Bonds zu befriedigen. So entstanden allmählich weitere Arten von Obligationen, von denen hier die Equipment Bonds, Debentures and Income Bonds in Betracht kommen.

Die Equipment Bonds (Notes, Certificates) sind ein rein amerikanisches Finanzierungsmittel, das von den Eisenbahnen gern angewandt wird, wenn sie Wagen usw. kaufen müssen, ohne das Geld dazu gerade flüssig zu haben. In diesem Falle wird die Bildung eines Car oder Equipment Trust vorgenommen.

Wenn eine Gesellschaft ihre Ausrüstung auf diese Weise vervollständigen will, so hat sie nur 10—20% der hierfür aufzuwendenden Kosten anzuzahlen, während die Einzelheiten der Abschlüsse zwischen den Lieferanten und dem Treuhänder geregelt werden.

Zur Erlangung der Mittel für die noch restlichen 80—90% gibt dann die Bahn Equipment Bonds aus, denen zu ihrer Sicherstellung die gesamten Neuanschaffungen verpfändet werden. Die Verpfändungsurkunde lautet auf den Namen des Treuhänders. Das auf diese Weise erworbene Ausrüstungsmaterial bleibt diesem so lange verpfändet, bis die gesamten Bonds zurückgezahlt sind. Da der Wert des neubeschafften Materials naturgemäß infolge der Abnutzung rasch abnimmt, so müssen die Bonds in kurzer Zeit getilgt sein, und zwar muß jährlich ein bestimmter Teil der Anleihe zurückgezahlt werden, da ja die Entwertung des Pfandes sofort nach seiner Anschaffung beginnt und kontinuierlich fortschreitet. So laufen diese Bonds meist nur ca. 10 Jahre, während die Benutzungsdauer der ihnen verpfändeten Wagen meist 15—20 Jahre beträgt. Die Schuld wird also rascher getilgt, als das Material seinen Gebrauchswert verliert. Die Bahngesellschaft muß sich bei Aufnahme einer solchen Anleihe auch verpflichten, den Entwertungsprozeß des Pfandes nicht dadurch zu beschleunigen, daß sie dessen Instandhaltung vernachlässigt. Durch die regelmäßige

Tilgung der Bonds durch halbjährliche Teilrückzahlungen, und durch die Aufrechterhaltung des Pfandes auf die gesamten Anschaffungen bis zur gänzlichen Tilgung, erhält die ganze Kauftransaktion der Bahn den Charakter eines regelrechten Abzahlungsgeschäftes.

Da der ganze Anleihebetrag dieser Bonds an verschiedenen Terminen zurückgezahlt wird — wenn die Bonds im Laufe von 10 Jahren durch halbjährliche Zahlungen getilgt sein müssen, bestehen 20 Rückzahlungstermine —, und die ganze Anleihe in Serien von entsprechender Laufzeit eingeteilt wird, eignen sich diese Obligationen weniger für das allgemeine Anlagepublikum. Denn dieses sucht möglichst langfristige Anleihen zu kaufen, die einen großen Markt besitzen, der den Verkauf ohne Beeinflussung des Kurses gestattet. Da aber die einzelnen Titres dieser Equipment Bonds an verschiedenen Terminen verfallen und demgemäß auch einen verschiedenen Preis bedingen, besitzen sie nur in kleinerem Umfange die Eigenschaft der Vertretbarkeit, die die Vorbedingung für einen großen Markt bildet, und sind infolgedessen in ihrer Marktgängigkeit beschränkt. Daher waren von der im Jahre 1909 ausstehenden gesamten fundierten Schuld der Bahngesellschaften nur 3,14% in der Form von Equipment Bonds ausgegeben worden.

Der Gesamtbetrag der jeweils ausstehenden Equipment Obligationen ändert sich entsprechend den Konjunkturschwankungen. Ist nämlich die Konjunktur gut, so entsteht ein starker Bedarf an Wagen, so daß solche von Bahnen unter Zuhilfenahme dieser Obligationen angeschafft werden müssen, in Zeiten wirtschaftlichen Niederganges dagegen, wo neues Betriebsmaterial nur in geringem Maße erforderlich ist, vermindert sich durch die ständigen Rückzahlungen die ausstehende Summe gewöhnlich wieder. Zum Beweise dessen diene die folgende Tabelle, die die ausstehenden Beträge Equipment-Obligationen für die Jahre 1890—1909 angibt:

1890	$	49 478 215	1900	$	60 308 320
1891	$	54 755 157	1901	$	68 116 723
1892	$	55 153 595	1902	$	89 208 425
1893	$	62 699 282	1903	$	142 980 116
1894	$	63 970 204	1904	$	173 334 694
1895	$	55 915 327	1905	$	186 302 906
1896	$	50 304 931	1906	$	224 719 099
1897	$	39 888 767	1907	$	329 773 289
1898	$	40 351 111	1908	$	344 592 782
1899	$	42 058 348	1909	$	307 869 061

Um die Sicherheit der Equipment Bonds beurteilen zu können, ist es notwendig, sie den gewöhnlichen Mortgage Bonds gegenüber zu stellen. Letztere scheinen einen wirksamen Anspruch auf die Bahn zu besitzen durch das ihnen eingeräumte Pfandrecht auf die Gerechtsame, Wegrechte, Geleise, Grundstücke, Gebäude usw.

Aber wie wir schon früher gesehen haben, ist der Wert eines solchen Pfandes außerordentlich unbestimmt. Ferner ist es meist sehr ungewiß, wieviel bei Zwangsverwaltungen den Besitzern der einzelnen Klassen Mortgage Bonds zugesprochen wird.

»Equipment,« die Ausrüstung der Bahn, ist dagegen etwas unbedingt Feststehendes. Der Besitzer von Equipment Bonds weiß genau, daß ihm tatsächlich das Anrecht auf eine bestimmte Anzahl Wagen zusteht, die dem Trustee solange verpfändet bleiben, bis auch der letzte Bond der Anleihe getilgt ist. Da ferner das Pfand auch anderweitig verwendet werden kann, besteht die sichere Aussicht, daß selbst bei einem Konkurs die ganze Schuld zurückgezahlt werden kann. So kam es oftmals vor, daß die Besitzer von Equipment-Obligationen im Falle einer Insolvenz vollständig befriedigt werden konnten, während die Besitzer von First Mortgage Bonds einen Verlust erlitten. Daher gelten auch Equipment-Obligationen als sehr sicher und nur selten kommt es vor, daß eine solche Anleihe notleidend wird. Die letzten Fälle des notleidend Werdens von Equipment-Obligationen traten als Folgeerscheinungen der Krise von 1907 auf und betrafen die Detroit, Toledo and Ironton Railway und die Wheeling and Lake Erie RR., die im Jahre 1908 nicht mehr imstande waren, ihre Epuipment-Obligationen einzulösen.

Wenn die amerikanischen Bahnen nicht mehr imstande oder gewillt sind, ihren Obligationen eine besondere Sicherheit zu gewähren, so schreiten sie zur Ausgabe von Debentures.

Die Debentures sind festverzinsliche Obligationen einer Gesellschaft, welche im Gegensatz zu den Mortgage Bonds durch keine Spezialverpfändung gesichert sind. Ihre Sicherheit hängt vom Werte des Bahneigentums, der Höhe der Mortgage Bonds und den Einnahmen der Gesellschaft ab. Im Falle der Auflösung einer Gesellschaft werden erst die Mortgage Bonds aus ihrem Spezialfond befriedigt; die verbleibenden Vermögensobjekte dienen dann zur Tilgung der Debentures. Reicht das Spezialpfand der Mortgage Bonds nicht zu deren vollen Befriedigung aus, so teilen sich diese, soweit erforderlich, mit den Debentures pro rata in den Erlös aus dem sonstigen Bahneigentum. Bleibt aber nach Be-

friedigung der Mortgage Bonds aus ihrem Spezialpfand ein Überschuß hieraus bestehen, so fällt dieser den Debentures zu. Diese Verteilungsart wird geübt, falls keine besonderen, entgegengesetzten Abmachungen getroffen sind. Die Debentures bilden stets Geschäftsschulden der Bahn, so daß diese, wenn sie die Debenturezinsen nicht mehr zahlen kann, in Konkurs gerät.

Um den Ankauf solcher Schuldverschreibungen verlockender erscheinen zu lassen, finden sich in dem Anleihevertrag manchmal Bestimmungen, die eine Wertsteigerung dieser Debentures für die Zukunft bezwecken. So findet sich z. B. für die 4% Michigan Central Debentures die Bestimmung, daß, »so lange noch ein Teil der genannten Debentures aussteht, die Gesellschaft keine neue Mortgage auf ihre Eisenbahn (die gepachteten Linien ausgenommen) abschließen wird, ohne in diese auch die Debentures in gleicher Weise wie jeden anderen Bond oder Debenture, die unter einer solchen Mortgage ausgegeben werden, mit einzuschließen. Diese Klausel soll aber nicht die Erneuerung oder Ausdehnung einer bestehenden Mortgage verhindern.«

Diese Art von Schuldverschreibungen ist von den Eisenbahngesellschaften in Amerika nur in geringem Umfange benutzt worden. Statt Debentures auszugeben, hat man es meist vorgezogen, zum Verkauf von Income Bonds zu schreiten, die in der Sicherheit den Debentures gleich stehen, während ihre Ausgabe mit bedeutend weniger Gefahren für die emittierende Gesellschaft verbunden ist, als die Ausgabe von Debentures.

Die Income Bonds sind hinsichtlich ihres Kapitals meist durch ein Pfandrecht auf Besitzteile der Bahngesellschaft gesichert, dessen Wert aber meist im Verhältnis zu der Größe der Anleihe gering erscheint. Zinsen werden auf die Income Bonds jedoch nur dann gezahlt, wenn die Einnahmen der Bahn dies rechtfertigen. In den meisten Fällen wird die Frage, ob Zinsen zur Verteilung kommen sollen, von dem Verwaltungsrat entschieden.

Ein Beispiel, in welcher Art die Zinszahlung vor sich gehen soll, zeigen die folgenden diesbezüglichen Bestimmungen der Louisville, New Orleans and Texas Income Bonds. Danach erhalten die Income Bonds bis zu 6% Zinsen, »nachdem zunächst von den Einnahmen der Gesellschaft die Betriebsspesen bezahlt worden sind, d. h. die Kosten für die Instandhaltung der Eisenbahn mit ihrem ganzen Zubehör und für alle Erneuerungen, Verbesserungen und Neuerwerbungen, ferner die Kosten für die Instandhaltung und Ergänzung der Ausrüstung, die Kosten für die Ge-

schäftsführung der Gesellschaft und die Aufrechterhaltung der gesamten Organisation, und nachdem von den Einnahmen die von Zeit zu Zeit fälligen Zinsen auf die ausstehenden Bonds der Gesellschaft gezahlt worden sind, und nachdem die Beträge, die dem Tilgungsfonds statutengemäß überwiesen werden müssen, zurückgestellt sind. — Und wenn in einem Jahr der Betrag, der für die Zinszahlung auf die Income Bonds nach allen diesen Abzügen verfügbar ist, nicht hinreichen sollte, volle 6% Zinsen auf die Income Bonds zu zahlen, so soll der Fehlbetrag nicht akkumulativ sein und nicht aus dem Überschuß eines der folgenden Jahre nachbezahlt werden, sondern jeder Anspruch soll gänzlich ausgelöscht, aufgegeben und verlassen sein.«

In manchen Fällen erhalten die Income Bonds sogar Stimmrechte, wodurch sie den Vorzugsaktien noch ähnlicher werden.

Die Income Bonds bilden also ein Mittelding zwischen Bonds und Shares. Darin liegt aber auch der Nachteil dieser Obligationen. Denn der Kapitalist, der einer Gesellschaft Geld leiht, hat nicht den Wunsch, an dem Geschäftserfolg oder Mißerfolg der Unternehmung teilzuhaben, sondern er gibt sein Geld nur gegen eine bestimmte Sicherheit, die ihm die Zahlung bestimmter Zinsen und die Rückerstattung des Kapitals garantieren soll. Der Kapitalist dagegen, der durch den Kauf von Aktien Miteigentümer einer Gesellschaft wird, hofft, daß nach Abzug aller festen Lasten noch ein so hoher Gewinn verbleibt, daß er für die Übernahme des Risikos reichlich belohnt wird. Ein Bond, der diese beiden Charakteristika vereinigen soll, wird nach einer Richtung hin nie vollauf befriedigen können. So ist es auch erklärlich, daß die Ausgabe von Income Bonds möglichst eingeschränkt worden ist und nur dann angewandt wird, wenn eine Gesellschaft unbedingt Geld braucht, ohne daß sie sich dies auf andere Weise verschaffen kann. Am deutlichsten zeigt das die Zunahme der ausstehenden Income Bonds in den Jahren 1890 und 1891. Vor der Krise des Jahres 1893 wurden die Income Bonds auch oft dazu verwandt, um die Neuordnung der Finanzen insolventer Gesellschaften zu ermöglichen. Zu diesem Zwecke gaben z. B. die Philadelphia & Reading im Jahre 1886 und die Atchison, Topeka & Sta. Fé im Jahre 1889 Income Bonds aus.

Die Beträge der ausstehenden Income Bonds zeigt die nachstehende Tabelle, welche die Zahlen für die Jahre 1890—1909 angibt:

1890	76933818	1900	219536883
1891	324288690	1901	218872068
1892	303205522	1902	242556745
1893	248132730	1903	234016821
1894	242403681	1904	229876687
1895	242603226	1905	253707699
1896	314425977	1906	301523400
1897	259847154	1907	306244476
1898	262194688	1908	258584016
1899	260048753	1909	284497531

Da die Bahnen Zinsen auf die Income Bonds nur dann zahlen müssen, wenn sie genügend verdient haben, ändert sich die durchschnittliche Verzinsung dieser Bonds naturgemäß entsprechend der Geschäftslage der Bahnen. Dies beweist die beiliegende Aufstellung, in der nach den Angaben der Interstate Commerce Commission die durchschnittliche Verzinsung aller ausstehenden Income Bonds berechnet ist (siehe Tabelle).

Von je $ 100.— ausstehenden Income Bonds erhielten Zinsen in Höhe von:

	0%	1—2%	2—3%	3—4%	4—5%	5—6%	6—7%	7—8%	8—9%	9—10%	über 10%
1891	$ 66,84	0,39	—	—	1,70	26,03	1,82	3,22	—	—	—
1892	64,36	26,45	0,55	—	1,29	3,81	1,16	0,26	—	—	2,12
1893	82,56	4,87	2,70	0,10	5,01	1,71	1,28	0,29	—	—	1,18
1894	86,94	5,54	0,87	0,24	3,62	1,12	1,26	0,27	—	0,14	—
1899	49,04	11,28	14,86	19,89	—	4,43	0.37	0,13	—	—	—
1900	43,40	12,34	3,22	25,34	11,43	4,11	—	0,02	0,02	—	0,12
1901	38,91	0,07	0,27	13,47	7,58	11,13	23,87	0,11	4,59	—	—
1902	31,15	4,22	39,36	1,06	20,62	3,51	0,08	—	—	—	—
1903	30,39	0,64	—	11,71	53,92	3,33	—	0,01	—	—	—
1904	27,85	5,00	—	0,39	61,61	4,85	0,28	0,02	—	—	—
1905	26,81	4,63	3,70	0,02	48,20	16,42	0,20	0,02	—	—	—
1906	25,56	0,50	—	38,03	10,95	24,66	0,22	0,08	—	—	—
1907	21,29	9,10	—	0,29	49,93	19,14	0,24	0,01	—	—	—
1908	46,57	6,57	0,38	9,54	30,60	5,03	1,29	0,02	—	—	—
1909	59,03	6,24	0,09	—	28,87	4,64	1,12	0,01	—	—	—

Aus diesen Zahlen ergibt sich eine durchschnittliche Verzinsung aller ausstehenden Income Bonds

in den Jahren:	1891	1892	1893	1894	1899	1900	1901	1902
von %:	1,70%	0,82	0,43	0,39	1,26	1,63	3,08	1,87

in den Jahren:	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
von %:	2,68	2,79	2,88	2,84	3,06	1,92	1,52

Dadurch, daß die Bahngesellschaften bei einer Hochkonjunktur ihre Obligationenschuld stets erhöhten, konnte nicht ausbleiben, daß bei Hereinbruch einer Krise manche Gesellschaften nicht mehr imstande waren, ihre Bondszinsen zu zahlen und so in Konkurs gerieten. Diese Bahnen kamen dann zuerst unter Zwangsverwaltung, bis die finanziellen Verhältnisse neugeordnet waren oder bis ein Zwangsverkauf vorgenommen wurde.

Auf diese Weise kamen unter Zwangsverwaltung:

1884	37	Gesellschaften	mit	11038	Meilen	Bahnlänge
1885	44	„	„	8386	„	„
1886	13	„	„	1799	„	„
1887	9	„	„	1046	„	„
1888	22	„	„	3270	„	„
1889	22	„	„	3803	„	„
1890	26	„	„	2963	„	„
1891	26	„	„	2159	„	„
1892	36	„	„	10508	„	„
1893	74	„	„	29340	„	„
1894	38	„	„	7025	„	„

Und es standen unter Zwangsverwaltung:

1894	192	Gesellschaften	mit	40819	Meilen	Bahnlänge
1895	169	„	„	37856	„	„
1896	151	„	„	30475	„	„
1897	128	„	„	18862	„	„
1898	94	„	„	12745	„	„
1899	71	„	„	9853	„	„
1900	52	„	„	4178	„	„
1901	45	„	„	2497	„	„
1902	27	„	„	1475	„	„
1903	27	„	„	1185	„	„
1904	28	„	„	1323	„	„
1905	26	„	„	796	„	„
1906	34	„	„	3971	„	„
1907	29	„	„	3926	„	„
1908	49	„	„	9421	„	„
1909	44	„	„	10530	„	„

Wie bereits früher dargelegt worden ist, war man immer mehr davon abgekommen, gegen insolvente Gesellschaften ein Foreclosure-Verfahren einzuleiten. Man bemühte sich vielmehr, die Bahnen zu reorganisieren. Die aus diesem Anlaß nach der Krise von 1893 vorgenommenen finanziellen Umgestaltungen der Bahngesellschaften sind von grundlegender Bedeutung für die heutige Finanzverfassung der Bahnen geworden. Aus diesem Grunde ist es notwendig, im folgenden näher die Mittel und Wege darzulegen, die bei diesen Reorganisationen angewandt wurden, wobei ich mich in vielen Punkten an das Buch von Daggett über diesen Gegenstand anschließe.

IX. Die Politik der Reorganisationen.

Die bei den Reorganisationen zu lösende Hauptaufgabe bestand darin, die infolge ihrer zu hohen Lasten insolvent gewordenen Gesellschaften wieder auf eine möglichst gesunde finanzielle Basis zu stellen. Um dies zu erreichen, mußten Umgestaltungen vorgenommen werden, deren Zweck es war, die Ausgaben der Bahn für den Betrieb und die Verzinsung ihrer Schulden in ein richtiges Verhältnis zu den Einnahmen zu bringen. Dies geschah durch finanzielle Neuordnungen, auf Grund deren die ausstehenden, meist höher verzinslichen vielerlei Werte der Gesellschaften ganz oder teilweise in einige wenige Gattungen neugeschaffener Papiere mit verringertem Zinsfuß umgetauscht wurden. Durch solche Neuordnungen wurde daher, abgesehen von der Verringerung der festen Lasten, auch eine Vereinfachung der Schuldverhältnisse der reorganisierten Gesellschaften erzielt.

Neben dieser Hauptaufgabe waren natürlich noch andere Maßnahmen zu treffen, sollte die Reorganisation einen vollen Erfolg, also die völlige Gesundung der Finanzverhältnisse einer Gesellschaft, im Gefolge haben. Wenn sich z. B. eine bedeutende, schwebende Schuld angesammelt hatte, so mußte bei der Reorganisation Vorsorge für ihre Tilgung getroffen, oder wenn ungünstige Pachtverträge bestanden, so mußte für ihre Aufhebung gesorgt werden. Dieser letztere Punkt hat in den Reorganisationen der 90er Jahre keine unbedeutende Rolle gespielt. Die Atchison beispielsweise gab zur Zeit ihrer Reorganisation ihre Rechte auf die St. Louis and S. Francisco RR. auf; die Erie RR. Co. löste den Pachtvertrag mit der New-York, Pennsylvania and Ohio und gliederte diese ihrem System völlig an; die Union Pacific schränkte in der Zeit von 1892—1899 ihre Meilenzahl von 7674 auf 5399 ein. Eine weitere Aufgabe bei den Reorganisationen bestand darin, den Bahnen, welche nicht mehr imstande waren, weitere Kapitalien zu erhalten, neue Mittel zuzuführen.

Den Anlaß zu einer Reorganisation gab meistens die Unfähigkeit der Gesellschaft, ihren fälligen Verpflichtungen nachzukommen,

und ihre hieraus resultierende Insolvenz. Es kam jedoch auch vor, daß eine finanzielle Neuordnung vorgenommen wurde, um z. B. Bestimmungen über Konsolidierungen oder eine Stimmenverteilung, die der Gesellschaft unbequem war, zu beseitigen, oder um die Kontrollverhältnisse über das Aktienkapital der Gesellschaft aus irgendeinem Grunde zu ändern. In diesem Falle, wie auch dann, wenn eine Neuordnung vorgenommen wurde, ehe die Gesellschaft in Schwierigkeiten geriet, bezeichnete man diese nicht als Reorganisation, sondern prägte dafür den Ausdruck »Readjustment«.

Die Unfähigkeit der Gesellschaften, fälligen Verpflichtungen nachzukommen, war entweder die Folge unerwartet geringer Einnahmen oder aber, und das ist wohl der häufigste Fall, das Resultat übermäßig hoher Kapitalaufnahme durch Ausgabe festverzinslicher Anleihen. Zu einer derartigen Finanzierung sind aber die amerikanischen Bahngesellschaften durch zwei, für die dortigen Verhältnisse maßgebende, Ursachen getrieben worden:

1. Die Unbeschränktheit der Bahnen in bezug auf ihre Kapitalisation;
2. die freie Konkurrenz.

Bei näherer Betrachtung des zweiten Umstandes fallen vor allem zwei Folgeerscheinungen auf, die für die Bahngesellschaften verderblich werden können: die gegenseitige Unterbietung der Frachtraten und die übermäßige Ausdehnung der Bahnlinien. Bei letzterer wiederum lassen sich verschiedene Fälle beobachten, welche der Bahn zum Schaden gereichen können, z. B.:

1. die Ausdehnung in ein Gebiet, welches bereits von Konkurrenzlinien durchzogen ist;
2. die Ausdehnung in ein Gebiet, wo kein geschäftlicher Vorteil geboten ist;
3. schlechter Bau, der zwar geringeres Baukapital, später aber bedeutende Unterhaltungskosten erfordert;
4. Festlegung sämtlicher Mittel zum Bau neuer Strecken.

Sonstige Ursachen, die zu einer Reorganisation oder wenigstens zu einer finanziellen Neuordnung unter Vermeidung der gesetzlichen Verwaltung führen können, wie z. B. im Falle der Central Pacific Railroad Company, die eine Schuld an die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika für frühere Landüberlassungen zu begleichen hatte, ohne dazu imstande zu sein, können hier außer Betracht bleiben.

Wenn man die Finanzverhältnisse der Bahnen vor den Reorganisationen betrachtet, so wird man finden, daß dieselben ihre Hilfsquellen bereits fast gänzlich erschöpft hatten, bevor die verheerende Krise des Jahres 1893 hereinbrach.

Die Einnahmen vieler Gesellschaften genügten nämlich damals bereits kaum mehr, um die Betriebskosten und die festen Lasten zu decken. Dies beweist folgende, dem Buche von Daggett entnommene Tabelle außerordentlich deutlich. Die Zahlen für das Krisenjahr 1893 zeigen dann, wie katostrophal der wirtschaftliche Niedergang wirkte. Die ersten 7 aufgeführten Bahnen mußten dann auch einer Reorganisation unterzogen werden, während die letzteren, deren Lage im Jahre 1892 meist noch nicht so gefährlich war, die Krise überdauern konnten:

In Prozenten des Brutto-Einkommens.

Gesellschaft	1892			1893		
	Betriebsspesen	Feste Lasten	Surplus	Betriebsspesen	Feste Lasten	Surplus
Baltimore & Ohio	67,68%	24,55%	7,76%	66,89%	24,27%	8,83%
Erie	66,46%	31,85%	1,68%	64,91%	32,12%	2,96%
Northern Pacific	53,71%	36,34%	9,94%	59,25%	43,55%	—2,80%
Reading	52,64%	33,91%	13,44%	57,04%	45,41%	—2,45%
Richmond & Danville & East Tennessee	68,79%	31,15%	0,06%	73,49%	25,63%	0,12%
Union Pacific	51,91%	36,42%	11,66%	59,66%	43,18%	—2,84%
Atchison	77,16%	21,59%	1,24%	77,47%	24,96%	—2,43%
Chicago, Burlington & Quincy	65,17%	20,86%	13,96%	64,46%	23,12%	12,41%
Chicago, Milwaukee & St. Paul	64,—%	22,36%	13,63%	65,95%	20,78%	13,26%
Chicago, Rock Island & Pacific	69,88%	19,83%	10,28%	71,72%	13,31%	14,96%
Great Northern	52,66%	32,98%	14,34%	50,44%	34,54%	15,01%
Illinois Central	64,58%	23,99%	11,12%	61,92%	25,84%	12,23%
New-York, New-Haven & Hartford	73,36%	8,77%	17,86%	72,31%	16,07%	16,36%
New-York Central	68,46%	21,53%	9,96%	68,79%	20,84%	10,36%

Ist eine Gesellschaft zahlungsunfähig geworden und folgt eine Reorganisation, so werden hierbei 3 verschiedene Parteien Interessen zu wahren haben:

1. Die Anleihe-Gläubiger, die ihre Zinsen und vielleicht auch ihr Kapital zu verlieren fürchten;
2. die Aktionäre;
3. die Banken und die Finanzleute, die bares Geld vorstrecken, meist zu einem Konsortium vereinigt.

Die Anleihegläubiger, wie auch die Aktionäre sind meist infolge der räumlichen Entfernung nicht imstande, ihre Interessen persönlich vertreten zu können. Ihre erste Sorge wird darum sein, ein Komitee zu ernennen, das ihre Interessen bei der Reorganisation zur Geltung bringt.

Die Aktionäre haben, obschon sie eigentlich die Eigentümer der Bahn sind, bei der Neuregelung verhältnismäßig nicht viel mitzureden, da die Besitzer von Anleihen, als Gläubiger der Bahn, ein Verfügungsrecht über das ganze Aktivum der zahlungsunfähigen Gesellschaft haben.

Die Anleihebesitzer ernennen ihre Vertretung entweder für die Gesamtheit oder für jede einzelne der ausstehenden Obligationsarten. Bei der Reorganisation der Union Pacific z. B. bestanden 15 verschiedene »Committees«, zur Interessenvertretung der Bondsbesitzer, von denen 14 nicht mehr als je 2 Bondsarten vertraten.

Die Stellung, welche die Bankiers bei einer Reorganisation einnehmen, ist außerordentlich bedeutend, denn ihre Unterstützung allein ermöglicht deren Durchführung, da die Beamten und der eingesetzte Receiver keine wirksame Hilfe leisten können. Andererseits droht ihnen kein finanzieller Verlust, es sei denn, daß sie selbst an der Gesellschaft finanziell interessiert sind oder gar deren Kontrolle besitzen, was auf Seiten der Aktionäre und Bondsbesitzer oft die Veranlassung zu der Annahme eines wenig vorteilhaften Reorganisationsplanes gegeben hat. Ihre Aufgabe besteht gewöhnlich darin, Geld zum Weiterbetrieb der Bahn, auch während der Zeit der Reorganisation, vorzustrecken, sowie Zuzahlungen zu garantieren oder den Verkauf von Effekten zu sichern.

Dem Einfluß der Bankiers liegt es meist ob, im Kampfe der Interessen zwischen der Gesellschaft einerseits, welche die auf ihr lastenden Verpflichtungen verringern will, und den Besitzern der Wertpapiere andererseits, die natürlich eine Verminderung ihrer Ansprüche nach Möglichkeit vermeiden wollen, einen billigen Ausgleich zu finden.

Da sie bares Geld vorstrecken sollen, wofür sie gewöhnlich durch Werte der Gesellschaft bezahlt werden, haben sie den leicht erklärlichen Wunsch, die Bahn in möglichst entwicklungsfähige Verhältnisse zu bringen, um dadurch eine baldige Kurssteigerung der ihnen überlassenen Papiere zu erreichen. Da ferner nur bedeutende und gut renommierte Firmen zu größeren Reorganisationen herangezogen werden, sind sie es ihrem eigenen Ruf und

Kredit besonders schuldig, die Zukunft der Gesellschaft auf eine möglichst sichere Grundlage zu stellen.

Andererseits haben diese Firmen aber, da eine Reorganisation nur mit Zustimmung und Unterstützung der Obligationäre durchgeführt werden kann, Mittel und Wege zu finden, um durch eine Beschränkung der Opfer auf das notwendige Maß deren Mitwirkung zu erlangen. Falls hierüber nicht von vornherein eine genügende Übereinstimmung zwischen den Bankiers und den Obligationären herrscht, bleibt es den zu führenden Verhandlungen vorbehalten, einen möglichst alle Beteiligten befriedigenden Reorganisationsplan aufzustellen. Dies ist meist mit großen Schwierigkeiten verbunden, da die einzelnen Obligationsgattungen gemäß ihrem Rang verschieden zu behandeln sind, was leicht Differenzen zwischen ihnen hervorruft, und da ferner die Aktionäre natürlich eine möglichst große Verringerung der festen Lasten in ihrem eigenen Interesse erstreben. Die Aktionäre hoffen daher, möglichst hohe Opfer von den Bondholders zu erlangen, und diese wiederum streben eine möglichst große durch die Aktionäre zu leistende Zuzahlung auf die Shares an.

Die erste Frage bei den Beratungen über die Reorganisation einer Bahn ist meistens die, wieviel bares Geld die Gesellschaft braucht, um ihre schwebenden Schulden zu tilgen und um den Betrieb der Bahn weiter aufrecht zu erhalten.

Die in Frage kommende schwebende Schuld kann einen sehr hohen Betrag ausmachen; sie betrug z. B. bei der Northern Pacific $ 15000000; bei der Reading $ 13000000; bei der Baltimore and Ohio $ 13000000; bei der Atchison $ 16000000. Diese Summen setzen sich teils aus noch unbezahlten Rechnungen, teils aber auch aus kurzfristigen Anleihen zusammen. Es ist notwendig, diese Schulden möglichst bald zu tilgen, da sie eine stete Gefahr für die Gesellschaft bedeuten, wie es auch erforderlich ist, genügende Barmittel für den Weiterbetrieb zu beschaffen, um in den Einnahmen keine Stockung eintreten zu lassen.

Zwei Wege dienten hauptsächlich zur Beschaffung der notwendigen Barmittel:

1. Zuzahlungen der Aktionäre;

2. der Verkauf von Wertpapieren. Hierzu können Effekten aus dem Besitz der Gesellschaften oder auch neugeschaffene Werte verwandt werden.

Beide genannten Wege wurden z. B. von der Baltimore & Ohio im Jahre 1898 benutzt. Die Bahn benötigte damals für $ 36092500

Barmittel. Zu diesem Zweck wurde auf die First preferred Shares ein Zuschuß von $ 2.— per Aktie, auf die Second preferred Shares und auf den Common Stock ein solcher von $ 20.— per Aktie erhoben. Die Aktionäre erhielten für diese Zahlungen neue Vorzugsaktien. Abzüglich der hierzu verwendeten $ 5460000 preferred Stock verblieben von den im Plan zum Verkauf vorgesehenen Effekten: $ 9000000 prior lien Bonds, $ 12450000 4% first Mortgage Bonds, $ 10990000 Vorzugsaktien, zusammen $ 32440000, die von einem Syndikat unter Leitung der New-Yorker Bankhäuser Speyer & Co., Kuhn, Loeb & Co., sowie des Londoner Hauses Speyer Brothers übernommen wurden. Außerdem verkaufte die Gesellschaft von ihren eigenen Effekten $ 3800000 Aktien der Western Union Telegraph Comp., für die sie ca. $ 3500000 erzielte.

Es wird wohl in den meisten Fällen für die Gesellschaft besser sein, soweit wie möglich keine eigenen Wertpapiere zu verkaufen; sie wird nämlich für diese keine guten Preise erzielen können, da ja naturgemäß ihr Kredit durch eine notwendig gewordene Reorganisation gelitten hat.

Der Verkauf solcher Effekten steht innerlich in engem Zusammenhang mit den Zuschüssen von Aktionären und Bondsbesitzern, da diese meist als Gegenleistung neue Werte erhalten. Aber in diesem Falle bestimmt die Gesellschaft selbst, was sie als Gegenwart ihrer Effekten erhalten will, während im obigen Falle die Abnehmer der Effekten den Preis fixieren. In beiden Fällen übernimmt gewöhnlich der Bankier die Garantie, daß die Gesellschaft die Gelder erhält.

Während vor 1893 die Ausgabe neuer Anleihen das häufiger angewandte Mittel war, hat man sich seit dieser Zeit immer stärker an die »Assessments« gewöhnt. Denn man sah deutlich ein, daß die Zuschüsse das beste Mittel darstellten, um rasch bares Geld zu erlangen, ohne dadurch die festen Lasten vergrößern zu müssen

Fast alle bedeutenden Bahnen haben es angewandt: Atchison & Union Pacific noch 1893, Reading 1883—86, Erie 1875—77. Außer diesen noch die Western, New York & Pennsylvania im Jahre 1893, die Norfolk & Western 1896 und noch viele andere. Den höchsten Zuschuß hat im Jahre 1887 die Houston & Texas Central verlangt, nämlich 73%.

Die Ausgabe neuer Anleihen mußte natürlich oft zu äußerst schlechten Preisen erfolgen, nicht nur wegen der Verschlechterung des Kredits, sondern auch besonders deshalb, weil gewöhnlich, in

Ermangelung von besseren Sicherheiten, schlechteste Mortgage Bonds und Income Bonds ausgegeben werden mußten. Über den geringen Wert dieser Papiere ist bereits früher gesprochen worden.

Das Problem der Barmittelbeschaffung muß von den Parteien gelöst sein, ehe sie zu der nächsten und wichtigsten Frage, welche die Höhe der festen Lasten bietet, übergehen können. Deren Verminderung wurde besonders seit den 90er Jahren in allen Reorganisationen angestrebt, während man vor dieser Zeit die Minderung der festen Lasten noch nicht so nachdrücklich durchführte. Eine Darstellung hiervon geben die folgenden Tabellen:

	Absolute Zu- oder Abnahme der Zinslasten durch die Reorganisation	Die festen Lasten in % der Nettoeinnahmen	
		vor der Reorganisation	nach der Reorganisation
6 Reorganisationen vor 1893.			
Atchison (1892)	+ 31,1 %	85,8 %	110,5 %
East Tennessee (1886)	— 33 %	134,3 %	79,5 %
Erie (1875)	+ 11 %	93,9 %	91,1 %
Reading (1880)	+ 49,1 %	98,1 %	83 %
„ (1883)	— 7,9 %	78,3 %	77 %
Rock Island (1880)	— 16,3 %	13,2 %	10,2 %
	+ 0,53 %		
7 Reorganisationen nach 1893.			
Atchison	— 31,16 %	110,5 %	80,9 %
Baltimore and Ohio	— 11,70 %	98,2 %	86,3 %
Erie	— 5,92 %	114,7 %	95,8 %
Northern Pacific	— 51,04 %	106,8 %	50,2 %
Reading	— 20,81 %	111,3 %	88,1 %
Southern Pacific	— 44,04 %	105,1 %	81,5 %
Union Pacific	— 43,62 %	105,7 %	40,6 %
	— 30,92 %		

Diese Zahlen zeigen klar und deutlich, daß man seit 1893 die Notwendigkeit einer Reduktion der festen Lasten für unbedingt erforderlich hielt.

Daß das Bestreben, die festen Lasten zu verringern, nicht nur bei den paar oben in Betracht gezogenen Bahnen bestand, zeigen auch die Zahlen für die Gesamtheit der amerikanischen Bahnen. Denn es läßt sich an Hand der Statistiken der Interstate Commerce Commission nachweisen, daß seit den Reorganisationsjahren das Verhältnis der ausstehenden Bonds zu den Shares sich anfänglich zugunsten der letzteren verschoben hat.

Es waren nämlich von 100 Dollar ausstehenden Eisenbahnwerten Aktien:

1888	47,53	1899	49,98
1889	47,16	1900	50,87
1890	46,73	1901	49,68
1891	45,28	1902	49,65
1892	45,30	1903	48,85
1893	44,44	1904	47,98
1894	44,77	1905	47,48
1895	45,25	1906	46,69
1896	49,46	1907	45,75
1897	50,44	1908	43,97
1898	49,81	1909	43,95

Da seit 1900 in vielen Fällen Bonds ausgegeben worden sind, um mit ihrem Erlös Shares anderer Bahnen zu kaufen, hat sich seit dieser Zeit das Verhältnis wieder entgegengesetzt entwickelt, ein Zeichen für die immer weiter fortschreitende Konsolidierung der amerikanischen Eisenbahngesellschaften.

Das bestätigt auch der Bericht der RR. Securities Commission, der die Zunahme der Bondsausgaben seit 1900 mit ungefähr folgenden Worten erklärt:

»Das Anwachsen von »Intercorporate Holdings« ist für einen großen Teil dieser Veränderung verantwortlich. Dieses unverhältnismäßige Anwachsen von festverzinslichen Obligationen im Vergleich zu Aktien ist in erster Linie das Resultat von Bondsemissionen als Zahlung für erworbene Bahnen und hätte auch stattgefunden, selbst wenn das Objekt statt seiner Aktien erworben worden wäre. Die letztere Methode (nämlich der Erwerb der Aktien) aber war durch die leichte Möglichkeit der Ausgabe von »collateral trust« Bonds (wobei eben die Aktien als collateral dienten) fraglos ein wesentlicher Faktor bei Schaffung dieses Mißverhältnisses.«

Um die Verluste, welche die geschilderten Maßnahmen mit sich bringen, nach Möglichkeit wieder gut zu machen, greift man am besten zu dem Mittel, alle durch die Verminderung der festen Lasten betroffenen Papiere einzuziehen und dagegen neue Effekten auszugeben. Bei der Festsetzung der Umtauschrate sind vor allem die folgenden Gesichtspunkte maßgebend:

Der Betrag der festen Lasten soll nach der Reorganisation höchstens die Höhe des Minimums der Reineinnahmen in der Zeit vorher erreichen.

Diese Forderung hat den Inhalt, daß die festen Lasten bei Befolgung dieser Regel stets, auch bei denkbar schlechtestem Geschäftsgang, bezahlt werden können. Die bedeutenden Bahngesellschaften haben diese Politik befolgt:

	Mindesteinkommen:	Feste Lasten nach der Reorganisation:
Atchison	$ 5 204 880	$ 4 528 547
Union Pacific	„ 4 315 077	„ 4 000 000
Northern Pacific	„ 6 052 660	„ 6 015 846
Baltimore and Ohio	„ 6 610 774	„ 6 252 351

Ferner sollen die Lasten der Gesellschaft möglichst nur aus Zinsen für langfristige Anleihen bestehen. Für 6 Gesellschaften berechnet Daggett die festen Lasten 1893—98 auf $ 54 562 165. Hiervon fielen $ 35 239 146 oder 64% auf Bondszinsen. Nach der Reorganisation dieser 6 Gesellschaften betrugen die festen Lasten $ 36 533 040, wovon 84% gleich $ 30 926 638 für die Zahlung von Bondszinsen dienten.

Eine weitere Forderung ist dann die, daß die Besitzer jüngerer und unsicherer Bonds stärker als die übrigen Bondsbesitzer am Verlust teilnehmen. Denn sie haben ihre Papiere zu billigen Preisen eingekauft und haben nie eine gute Sicherheit besessen.

Inwieweit dies zutrifft, zeigt eine Tabelle, die Daggett für die von ihm behandelten Reorganisationen aufstellt. Nach ihr erlitten die Besitzer von Junior Mortgages in der Zeit von einem Jahr vor bis ein Jahr nach der Reorganisation einen Verlust von 53,6%, die Besitzer von Income Bonds einen solchen von 31,1%, während im selben Zeitraum auf General Mortgages nur 7,1% verloren und auf erststellige Mortgages sogar 14,1% gewonnen worden war. Dies ist sehr berechtigt, denn eine Hauptforderung der Finanzierung ist stets, daß die fraglos guten Bonds auch fraglos bezahlt werden. Nichts schadet dem Kredit einer Gesellschaft mehr, als wenn sie bei einer Reorganisation den Unterschied zwischen unbedingt guten und geringerwertigen Effekten außer Acht läßt. Die Beobachtung dieses Unterschiedes muß jedenfalls den prior lien Bonds und wenn möglich auch den I. Mortgage Bonds zugute kommen.

Ferner ist zu erstreben, daß der Nominalbetrag der ausstehenden Wertpapiere möglichst wenig oder gar nicht verringert wird. Denn es ist ein gewisser Trost für die Gläubiger der Gesellschaft, wenn sie sehen, daß ihre Ansprüche auf den Kapitalbetrag ihrer Effekten durch die Reorganisation nicht berührt

worden sind. Um dies trotz der Forderung der Lastenverminderung zu bewirken, ist es notwendig, den Effektenbesitzern Zinsen in geringerer Höhe als vorher zu bezahlen, wenigstens solange, bis sich die Gesellschaft wieder in besserer Lage befindet. Sobald dieser Zeitpunkt erreicht ist, sollen die Gläubiger möglichst wieder soviel Einkommen von der Gesellschaft beziehen, als ihnen ursprünglich vor der Reorganisation zukam.

Dies wird erreicht durch Ermäßigung des Zinsfußes der ausgegebenen Papiere, sowie durch Ausgabe von Income Bonds und von preferred Stock. Alle diese Wege wurden von den Gesellschaften eingeschlagen.

Während bei 7 Reorganisationen zwischen 1893 und 1898 der Betrag der ausstehenden Bonds nur von $ 924 978 070 auf $ 882 274 513 zurückgegangen war, bewegte sich der Zinsfuß der Anleihen folgendermaßen:

	Vor der Reorganisation		Nach der Reorganisation	
%	Zahl der Anleihen:	% des Gesamtbetrages der ausstehenden Bonds:	Zahl der Anleihen:	% des Gesamtbetrages der ausstehenden Bonds:
7	33	6,1	13	4,9
6	85	32,7	30	9,3
5	51	29,0	23	10,3
4½	11	3,7	5	1,5
4	9	28,7	16	59,0
3½	—	—	2	8,7
3	—	—	1	6,0
nicht spezifiziert		0,3		0,3

Dies bedeutet einen Rückgang des durchschnittlichen Zinsfußes von 5,1 % auf 4,3 %.

Bei dem Studium der obigen Tabelle fällt auch auf, daß der Umfang der einzelnen Anleihen ein bedeutend größerer geworden ist. Die Zahl der Anleihen nahm nämlich ab von 189 auf 90, während der ausstehende Nominalbetrag sich nur unbedeutend verringerte.

Ein Erfolg der Reorganisation war also auch der, daß schließlich statt vieler kleiner Anleihen mit hohem Zinsfuße wenige große Anleihen mit niedrigerem Zinsfuße ausstanden. Und doch ist das Jahr 1896 das einzige, in dem sich bei der Zusammenfassung aller Bahnen ein Rückgang in der Höhe der ausstehenden Mortgage Bonds konstatieren läßt, der sicher auf die große Anzahl der Reorganisationen und die hierbei verfolgte Politik zurückgeführt

werden kann. In dem besagten Jahr fiel nämlich der Betrag der ausstehenden Mortgage Bonds von $ 4641755548 auf $ 4517872063, d. i. also eine Abnahme von $ 123883485, während sich seit Aufstellung der Statistiken der Interstate Commerce Commission, also seit 1887, bis heute auch nicht ein einziges Mal ein Rückgang hat feststellen lassen.

Zur Ausgabe von Income Bonds bei Reorganisationen schritt man in den 90er Jahren nur noch verhältnismäßig selten. Ein Beispiel für die Ausgabe solcher Bonds bietet die Atchison, die 1895 $ 51728000 Income Bonde schuf.

Viel häufiger wurde das Mittel der Ausgabe von Vorzugsaktien benutzt, die dann meistens zum ganzen oder teilweisen Umtausch festverzinslicher Werte oder auch beispielsweise als Bonus für die Zustimmung zu einer Zinsreduktion verwendet wurden.

Der preferred Stock betrug z. B. in % vom Gesamtbetrag der ausstehenden Bonds und Aktien bei folgenden Gesellschaften:

	Vor der Reorganisation:	Nach der Reorganisation:
Atchison	—	33,2
Baltimore & Ohio	4,5	18,8
Erie	4,1	17,1
Northern Pacific	16,5	24,0
Reading	—	26,1
Southern Pacific	8,8	18,4
Union Pacific	27,3	33,8

Aber auch absolut hat sich die Summe sämtlicher ausstehender preferred Shares in den 90er Jahren, in den Reorganisationsjahren sogar sprungweise, vermehrt. Es bestanden nämlich in Preferred Shares:

1888	$	522991113 =	6,43 %	aller	ausstehenden	Eisenbahnwerte
1889	„	573924586 =	6,37 %	„	„	„
1890	„	606373542 =	6,42 %	„	„	„
1891	„	654409653 =	6,65 %	„	„	„
1892	„	654346518 =	6,39 %	„	„	„
1893	„	686925816 =	6,54 %	„	„	„
1894	„	730491493 =	6,76 %	„	„	„
1895	„	759561303 =	6,93 %	„	„	„
1896	„	969956692 =	9,18 %	„	„	„
1897	„	997585598 =	9,38 %	„	„	„
1898	„	1118996607 =	10,34 %	„	„	„
1899	„	1191710757 =	10,80 %	„	„	„
1900	„	1323287755 =	11,51 %	„	„	„
1909	„	1467896060 =	8,39 %	„	„	„

Die neu ausgegebenen Vorzugsaktien wurden häufig dadurch besonders geschützt, daß ihnen ohne ihre Zustimmung keine neue Mortgage mehr vorgesetzt werden durfte. Die Atchison bestimmte diesbezüglich im Jahre 1897: »Keine Mortgage, außer der im Dezember 1895 vollzogenen General & Adjustment Mortgage, soll von der Gesellschaft vollzogen werden, noch soll der Betrag der Vorzugsaktien vermehrt werden dürfen, wenn nicht der Vollzug einer solchen Mortgage oder eine solche Vermehrung der Vorzugsaktien von der Majorität der zur Zeit ausstehenden Vorzugsaktien und der vertretenen Stammaktien auf einer zu diesem Behufe eingerufenen Aktionärversammlung gutgeheißen wird.«

Durch die Ausgabe von Income Bonds & preferred Stock konnten die Reorganisatoren das schon erwähnte Ziel erreichen, daß nämlich die alten Effektenbesitzer später, wenn die Gesellschaft gut prosperierte, mindestens das gleiche Zinseinkommen besitzen sollten, wie in den Jahren vor der Reorganisation. Bei der Reorganisation der Baltimore & Ohio Railroad im Jahre 1898 gelang es, dieses Ziel bei den folgenden Bondsgattungen zu erreichen:

Bondsgattung	Jährliches Zinseinkommen vor der Reorganisation	Jährliches Zinseinkommen nach der Reorganisation
Baltimore & Ohio Loan of 1853	$ 40,—	$ 46,47
5 % Consolidated Mtge. Bonds (1887)	50,—	44,35
Pittsburg & Con. Ist. Mtge. extended in 1896 4 % Bonds	40,—	42,70
Chicago Division 5 % Bonds	50,—	50,30
Philadelphia Division 4 1/2 % Bonds	45,—	50,60

Wenn man nach der Darstellung der bei den Reorganisationen angewandten Methoden deren Einfluß auf die Kapitalisation der Bahngesellschaften betrachtet, so ergibt sich aus dem Gesagten, daß in den meisten Fällen der Betrag der Gesamtkapitalisation der einzelnen Gesellschaften gewachsen sein muß. Denn, während der Nennbetrag der ausstehenden Bonds wohl möglichst auf derselben Höhe gehalten wurde, ist doch durch die Ausgabe neuer Effektenarten, seien es Income Bonds, seien es Vorzugsaktien, und durch die Beschaffung der erforderlichen Barmittel die Kapitalisation gestiegen. Da nun die Reorganisationspolitik die Ausgabe von Income Bonds in den Jahren vor 1893 der Ausgabe von preferred Stock vorzog, ergibt sich bei den Gesellschaften, die vor 1893 reorganisiert wurden, eine Steigerung der ausstehenden

Bondschuld, während in der späteren Zeit die Zunahme besonders auf den Betrag der ausstehenden Vorzugsaktien entfällt, was auch aus der weiter oben aufgestellten Tabelle hervorgeht.

Es muß schließlich noch erwähnt werden, daß die Gesellschaften bei ihren Reorganisationen oft auch Vorsorge für die Deckung ihres künftigen Kapitalbedarfs getroffen haben. Fast stets geht mit der Versicherung, die gewöhnlich den neuen Vorzugsaktien oder anderen Effekten beigegeben wird, keine neuen, ihnen voranstehende Werte ohne ihre Zustimmung zu schaffen, der gleichzeitige Vorbehalt Hand in Hand, für Verbesserungen, Erneuerungen und neue Bauten die Summe der Mortgage Bonds vermehren zu dürfen. So behielt sich beispielsweise im Jahre 1898 die Baltimore and Ohio vor, $ 5 000 000 Prior lien Bonds und $ 27 000 000 General Mortgage Bonds in den folgenden Jahren in gewissen Raten allmählich zur Erfüllung der genannten Zwecke ausgeben zu dürfen.

Aber auch, wo keine Beschränkungen für die Aufnahme neuer Anleihen übernommen wurden, war es empfehlenswert, daß die Gesellschaften einen gewissen Betrag Bonds ohne besondere Zustimmung der Aktionäre in der Folgezeit ausgeben durften. Diesen Weg verfolgte die Union Pacific im Jahre 1895, als sie sich die Ausgabe von $ 13 000 000 4% Bonds und $ 7 000 000 Vorzugsaktien vorbehielt.

Ein weiteres Mittel, um die Zukunft der Bahnen für einen gewissen Zeitraum nach der Reorganisation zu sichern, war die Schaffung von Voting Trusts. Der Sinn dieser Einrichtung wurde bereits erläutert. Wurde ein solches Abkommen im Anschluß an eine Reorganisation getroffen, so sollte es meist eine gewisse Sicherheit geben, daß die Kontrolle über die Bahn nicht unerwartet durch Ankäufe an der Börse, die den Markt beunruhigen und die Kurse der Aktien einer ungesunden Bewegung zuführen können, in andere Hände übergeht.

Daß diese Reorganisationen eine gesunde Grundlage für die weitere Entwicklung der Bahnen geschaffen haben, erwies sich in der Krise des Jahres 1907. Die Finanzierung der Gesellschaften hat in dieser Zeit den Beweis für ihre Güte gezeigt, so daß »The Statist« 1908 mit Recht anerkennt:

»Wenn die Ereignisse des vergangenen Herbstes und die bedeutende Abnahme der Eisenbahneinnahmen in den 90er oder in den 80er Jahren eingetreten wäre, wären viele Gesellschaften in Zwangsverwaltung gekommen.

Jetzt dagegen hat die Krisis nur 2 oder 3 Systeme zu Fall gebracht, die tatsächlich überkapitalisiert waren und die mehr Kapital verausgabt hatten, als sie sich in Krisenzeiten leihen konnten.

Die Widerstandskraft der amerikanischen Eisenbahnen wird einen noch stärkeren Rückgang der Konjunktur verhindern und wird helfen, einen baldigen Wiederaufschwung zu ermöglichen. Diese Widerstandskraft wurde allerorts so anerkannt, daß selbst zur Zeit der Krise amerikanische und europäische Kapitalien in Eisenbahnwerten investiert wurden.«

X. Die modernsten Mittel der Eisenbahnfinanzierung und ihre Anwendung.

Die Finanzierungspolitik, die in den Grundsätzen der Reorganisationen der 90er Jahre zu Tage tritt, ist seit dieser Zeit aufrecht erhalten worden und hat sich außerordentlich bewährt, wie auch das oben aus dem »Statist« angeführte Urteil bestätigt.

Im Laufe der Jahre haben sich aber einige neue Arten der Geldbeschaffung herausgebildet, die den Zwecken der Eisenbahnfinanzierung nutzbar gemacht wurden. Dies sind die Convertible Bonds und die Short Term Notes.

Die Convertible Bonds oder Debentures, bei deren Besprechung ich mich meist eng an einen Aufsatz von Heymann im Bank-Archiv anschließe, sind Obligationen, die nach Wahl des Inhabers in Aktien der ausgebenden Gesellschaft umgetauscht werden können. Im übrigen gleichen sie gewöhnlichen Obligationen, denn die Kündigungsfrist und Amortisation sind genau bestimmt, der Zinsfuß entspricht in der Regel dem für andere Obligationen von gleichem Wert und gleicher Sicherheit. Die Sicherstellung der Obligationen kann die verschiedenste Gestalt annehmen: sie sind teils durch Hypotheken gesichert, teils durch Collateral und oftmals entbehren sie gänzlich der speziellen Sicherstellung. Der Wert der Sicherheit soll dann durch den Wert des Konversionsrechts ersetzt werden.

Der Umtausch der Obligationen in Aktien kann innerhalb eines in den Anleihebedingungen festgesetzten Zeitraumes stattfinden. Diese Umtauschfrist fällt gewöhnlich nicht mit der Laufzeit der Bonds zusammen, sie beginnt meist am Tage oder kurz nach der Emission und findet ihr Ende nach einer Reihe von Jahren, während die Laufzeit der Bonds meist noch länger währt. Das Umtauschrecht ist naturgemäß umso wertvoller, je länger die Periode für den Umtausch läuft, da die Aussichten, daß sich das Unternehmen günstig entwickelt oder eine Börsenbewegung den Kurs der Aktien in die Höhe treibt, entsprechend der Dauer des Konversionsrechtes zu- oder abnehmen.

Die Abweichungen in dem Wertverhältnis, in dem die Obligationen in den einzelnen Fällen in Aktien umgetauscht werden können, sind außerordentlich zahlreich, da ja auch die Höhe der Aktienkurse der einzelnen Unternehmungen äußerst verschieden ist. Allen diesen Emissionen gemeinsam ist lediglich, daß der Umtausch stets in Stammaktien, nie in Vorzugsaktien stattfindet und daß der Wert der Aktien in allen Fällen für den Umtausch höher angenommen wird, als er zur Zeit der Emission der Obligationen beträgt. Daher erklärt es sich, daß bei Ausgabe einer konvertiblen Anleihe in verschiedenen Zeitabschnitten für die einzelnen Teilemissionen, je nach der Höhe des jeweiligen Aktienkurses, verschiedene Umtauschbedingungen festgesetzt wurden.

Der Umtausch ist in manchen Fällen so festgesetzt, daß er zu pari geschehen kann; d. h. man hat das Recht, gegen Einlieferung von $ 1000 Convertible Bonds $ 1000 Shares zu beziehen. In der Mehrzahl der Fälle aber ist als Umtauschkurs ein höherer Kurs als der Nennwert festgesetzt. Nehmen wir an, er sei 150%, so heißt dies, daß, um $ 1000 Shares zu beziehen, man $ 1500 Bonds einliefern muß. In der Annahme, daß der Erwerbspreis der Convertible Bonds in beiden Fällen pari ist, wird das Umtauschrecht für den Bondbesitzer wertvoll, sobald die Shares im ersteren Falle den Parikurs, im letzteren den Kurs von 150 überschreiten. Stellt sich der Erwerbspreis der Bonds jedoch unter pari, so kann der Besitzer schon bei einem niedrigeren Aktienkurse, als die oben angeführten, mit Vorteil von seinem Umtauschrecht Gebrauch machen. Nimmt man als Kostpreis der Convertible Bonds für beide Beispielsfälle den Kurs von 95% an, so erhält das Umtauschrecht schon einen Wert, wenn der Kurs der Shares 95% bzw. $142^1/_2$% (150 . 95) überschreitet. Dieser Umtauschwert wird sich dem Bondbesitzer schon dadurch bemerkbar machen, daß, sobald die Shares die genannten Kurse erreichen, der Marktpreis der Bonds entsprechend steigen muß. Umgekehrt wird natürlich das Umtauschrecht erst zu einem entsprechend höheren Aktienkurse wertvoll, wenn der Kostpreis der Convertible Bonds sich über pari gestellt hat.

Bei der Ausgabe von Convertible Bonds ist es stets erforderlich, daß die Ausgabe von Aktien, die für den Umtausch dieser Bonds in Aktien eventuell erforderlich werden, bereits bei der Emission der Bonds autorisiert ist.

Um die verschiedensten Bedingungen, unter denen die Ausgabe von Convertible Bonds erfolgen kann, deutlicher zu machen, sind in der folgenden Tabelle die verschiedenen bis 1910 aus-

Name der Bonds	Datum der Ausgabe	Fälligkeits-termin
Atchison, Topeka & Sta. Fé Ry. 50 year 4% Conv. Bonds	9. 2. 1905	1. 6. 1955
Atchison, Topeka & Sta. Fé Ry. 10 year 5% Conv. Gold Bonds	9. 5. 1907	1. 6. 1917
Atchison, Topeka & Sta. Fé Ry. Conv. 4% Gold Bonds	1. 6. 1909	1. 6. 1955
Atchison, Topeka & Sta. Fé Ry. Conv. 4% Debentures	1. 6. 1910	1. 6. 1960
Atlantic Coast Line RR. Conv. 4% Debentures	1909	1. 11. 1939
Chesapeake & Ohio Ry. 20 year $4^1/_2$% Conv. Gold Bonds	1. 2. 1910	1. 2. 1930
Delaware & Hudson Comp. 10 year Conv. Gold Debentures	15. 6. 1906	15. 6. 1916
Albany & Susquehanna RR. 40 year Conv. $3^1/_2$% Gold Bonds	1. 4. 1906	1. 4. 1946
Erie RR. 4% Conv. 50 year Gold Bonds Serie A	1. 4. 1903	1. 4. 1953
Erie RR. 4% Conv. 50 year Gold Bonds Serie B	1. 4. 1905	
Missouri Pacific Ry. Conv. 5% I. & Ref. Mtge. Gold Bonds	1. 9. 1909	1. 9. 1959
New-York, New-Haven & Hartford RR. Conv. $3^1/_2$% Gold Debentures	1. 1. 1906	1. 1. 1956
New-York, New-Haven & Hartford RR. Conv. 6% Gold Debentures	1908	15. 1. 1948
Norfolk & Western Ry. Conv. 4% Gold Bonds	1. 6. 1907	1. 6. 1932
Pennsylvania RR. $3^1/_2$% 10 year Conv. Gold Bonds	1. 11. 1902	1. 11. 1912
Pennsylvania RR. $3^1/_2$% 10 year Conv. Gold Bonds	2. 10. 1905	1. 10. 1915
Southern Pacific Co. 20 year 4% Conv. Gold Bonds	1. 6. 1909	1. 6. 1929
Union Pacific RR. 20 year 4% Conv. Gold Bonds	1. 7. 1907	1. 7. 1927

gegebenen konvertiblen Obligationen der Eisenbahngesellschaften und die Ausgabebedingungen der einzelnen Anleihen zusammengestellt.

Das Umtauschrecht bedeutet für den Erwerber der Obligationen die Aussicht, bei steigendem Aktienkurs durch den Umtausch in Aktien zu niedrigem und Verkauf dieser zu einem höheren Börsenpreis einen Kapitalgewinn zu erzielen. Diese Gewinnchance wird

Gesamt-betrag	Umtauschfrist			Eventueller Rückkaufspreis bei Kündigung	Man hat das Recht, $ 100 Common Shares zu beziehen gegen Einlieferung von Convertible Bds. mit einem Nominal von
	von	bis	in Jahren		
$ 49711000	1. 6. 1906	1. 6. 1918	12	110%	$ 100
26056000	1. 6. 1907	1. 6. 1913	6	110	100
28258000	1. 6. 1909	1. 6. 1918	9	110	100
43686000	1. 6. 1913	1. 6. 1923	10	110	100
23562500	1909	15. 1. 1920	11	105	135
37200000	1. 5. 1911	1. 2. 1920	8¾	102½	100
14000000	15. 6. 1907	15. 6. 1912	5	—	200
10000000	1. 4. 1906	1. 4. 1916	10	—	200
50000000	1. 4. 1903	1. 4. 1915	12	—	50
	1. 4. 1905	1. 10. 1917	12½	—	60
29806000	1. 9. 1912	1. 9. 1932	20	110	100
30000000	1. 1. 1911	1. 1. 1916	5	—	150
39029900	15. 1. 1923	15. 1. 1948	25	—	100
34000000	1. 6. 1907	1. 6. 1917	10	105	100
50000000	1. 11. 1902	1. 11. 1912	10	102½	140
100000000	2. 10. 1905	1. 10. 1915	10	100	150
82000000	1. 6. 1909	1. 6. 1919	10	105	130
75000000	1. 7. 1907	1. 7. 1917	10	102½	175

durch einen guten Preis für die convertible Anleihe bezahlt, der für die Gesellschaft einen Anreiz zur Ausgabe solcher Obligationen bedeutet, besonders, wenn die Aussichten auf eine gewinnbringende Ausübung dieses Rechts relativ geringe sind. Tritt aber der Fall einer Steigerung des Aktienkurses über den Umtauschkurs ein, so hat die Gesellschaft den Verlust, Aktien zu dem Umtauschkurs ausgeben zu müssen, obwohl der Börsenkurs derselben ein höherer ist.

Wenn der Umtausch in Aktien tatsächlich vollzogen wird, so stellt die Ausgabe der Convertible Bonds nichts anderes dar, als eine hinausgeschobene Aktienausgabe. Wären diese direkt ausgegeben worden, so wäre dies nur zu einem Preise, der niedriger war als der derzeitige, möglich gewesen, während bei konvertiblen Obligationen der Aktienkurs bei den Umtauschbestimmungen höher angenommen wird, als er zur Zeit der Emission notiert. Wenn später ein Umtausch erfolgen sollte, besteht ein tatsächlicher Verlust für die Gesellschaft nur, wenn die Spannung zwischen dem dann bestehenden Aktienkurs und dem Umtauschpreis eine größere ist, als die zwischen letzterem und dem seinerzeit zu erzielenden Kurse. Jedenfalls ist der Verlust durch die Ausgabe von Convertible Bonds verkleinert worden, denn hätte man dieses Mittel nicht gehabt, so hätte man die Aktien zu dem niedrigen Kurs verkaufen müssen, während bei den convertiblen Obligationen der hohe Umtauschkurs zugrunde gelegt werden konnte. Erweist sich ein Umtausch in der erlaubten Frist aber für den Besitzer der Bonds nicht als vorteilhaft, so kann aus denselben Gründen die Gesellschaft ein gutes Geschäft gemacht haben.

Es hängt also in den einzelnen Fällen von der Einsicht und Tüchtigkeit der den Anleihevertrag abschließenden Parteien ab, daß die Chancen einer Kurssteigerung der Aktien und ihre eventuelle Höhe möglichst genau geprüft und geschätzt werden. Der Umtauschkurs sollte dann so festgesetzt werden, daß sich Gewinn und Verlust der Gesellschaft, entsprechend den obigen Ausführungen, möglichst die Wage halten, den Obligationären aber die Möglichkeit eines, dem hohen Kostpreis der Obligationen entsprechenden, Kapitalgewinnes verbleibt.

Da aber die Vertreter der Unternehmung deren Zukunftsaussichten besser beurteilen können als die Gegenpartei, so ist die Gefahr, daß der Umtauschpreis zu ungunsten der Obligationäre festgesetzt werde, eine erheblich größere, als daß die Festsetzung sich als nachteilig für die Gesellschaft erweise.

Für die Bahngesellschaft bietet also die Ausgabe von Convertible Bonds große Vorteile; es frägt sich aber stets, ob solche Anleihen auch für die Kapitalisten vorteilhaft erscheinen.

Das Risiko der Obligationäre wird durch den Preisaufschlag für das Konversionsrecht noch bedeutend erhöht. Die diesem Zuschlag entsprechende Summe wird verloren sein, wenn das Umtauschrecht nicht ausgeübt werden kann; denn dann wird der Kurs sich allein nach dem inneren Wert der Obligationen, der durch

ihre Sicherheit und die Einnahmen der Gesellschaft repräsentiert wird, richten. Solange allerdings die Frist des Umtauschrechtes noch nicht abgelaufen ist, werden die Convertible Bonds im Kurse nie unter den Kurs von Obligationen mit ähnlicher Sicherheit sinken, während sie deren Höchstpreis bedeutend übersteigen können. So z. B. betrug der niedrigste Kurs der Atchison, Topeka and Santa Fé Railway 4% Adjustment Mortgage Bonds im Jahre 1907 77 1/2 %, während die 4% Convertible Bonds nur bis auf 80 % zurückgingen. Der Höchstkurs der beiden Papiere im Jahre 1910 betrug dagegen 95 %, respektive 122 7/8 %; die Differenz zwischen den Höchstkursen war also bedeutend größer als die zwischen den niedrigsten Kursen.

Im Gegensatz zu der Aktie ist das Risiko der Convertible Bonds ein beschränktes. Denn die Sicherheit der letzteren garantiert ihnen einen gewissen Minimalwert. Andererseits ist die Gewinnchance der Bonds genau dieselbe wie die der Aktien. Abgesehen von dem Falle, daß der Aktienkurs hinter dem Umtauschkurs weit zurückbleibt, so daß bei nur noch kurzer Optionsdauer eine gewinnlassende Umtauschmöglichkeit ausgeschlossen erscheint, wird der Kurs der Obligationen besonders in der Umtauschfrist sich stets in der gleichen Richtung bewegen wie derjenige der Stammaktien. Es besteht das Bestreben, den Kurs der Obligationen so festzusetzen, daß bei eventueller Ausübung des Umtausches die Aktien und die convertiblen Obligationen ungefähr den gleichen Preis haben, wobei in der Regel zugunsten der Aktien als Äquivalent der Umtauschspesen und -bemühungen sich eine kleine Differenz ergibt. Die folgende kleine Tabelle zeigt die höchsten und niedrigsten Kurse, die in den Jahren 1905, 1907 und 1910 an der Londoner Börse für die Aktien und die Convertible Bonds der Atchison, Topeka and Santa Fé Railroad notiert wurden:

	Aktien:	Convertible Bonds:
1905	105 —80 1/8	105 3/4— 96
1907	111 1/8—68 3/4	110 3/4— 81 3/4
1910	127 7/8—95 1/2	125 1/4—104

Aus diesen Zahlen geht deutlich hervor, daß die Convertible Bonds an den Gewinnchancen der Aktien vollen Anteil nehmen, während ihr Verlust immer hinter dem der Aktien zurückbleibt, was ein Vergleich der niedrigsten Kurse beweist.

Gegenüber diesem Vorteil des Kapitalisten besteht aber die vorher schon besprochene Gefahr, daß der Umtauschkurs im Verhältnis zu der Entwicklungsmöglichkeit und den Zukunftsaussichten

des schuldenden Unternehmens so hoch normiert worden ist, daß die praktische Verwertung des Konversionsrechts nicht zu erreichen sein wird.

Aber im ganzen betrachtet bilden die Convertible Bonds eine außerordentlich glückliche Verbindung von Aktien und Obligationen.

Zur Beschaffung von Barmitteln werden dann schließlich auch noch Short Term Notes benutzt. Sie sind zwar bereits in den 40er Jahren des 19ten Jahrhunderts angewandt worden, ihre Bedeutung für die Finanzierung der Bahnen haben sie jedoch erst in den letzten Jahren erlangt. Da die Statistiken der Eisenbahnen diese kurzfristigen Noten noch nicht gesondert aufführen, ist es nicht möglich, ihre zunehmende Verwendung ziffernmäßig genau festzustellen. Einen Begriff von ihrer Verwendung erhält man aber bereits aus den folgenden Angaben der »Frankfurter Zeitung« vom 5. Juni 1911. Der New-Yorker Korrespondent dieses Blattes berichtet folgendes: »Von neuen Emissionen können eigentlich nur noch die sogenannten kurzen Noten auf gute Aufnahme rechnen, Bonds und besonders Aktien sind schon schwerer unterzubringen. Von letzteren sind daher auch seit Jahresbeginn nur $ 16 Millionen mehr als im Vorjahre herausgebracht worden, an Bonds wurden $ 39 Millionen, an Notes $ 100 Millionen mehr aufgelegt als 1910. Noch vor Beginn des Jahres hätte der Kredit derjenigen Bahnen, die sich auf andere Weise, als durch Aktien- oder Bonds-Emission Geld verschaffen, gelitten; jetzt aber müssen die bestfundierten Unternehmen von Notenemissionen Gebrauch machen.« Reibnitz gibt in seinem Buch über »Die New-Yorker Fondsbörse« den Betrag der emittierten Noten für 1908 mit $ 187 000 000 und für 1911 mit $ 247 000 000 an.

Die kurzfristigen Noten sind einigermaßen den von einzelnen Staaten zur Ausgabe gelangenden Schatzanweisungen zu vergleichen. Ihrem äußeren Aussehen nach ähneln sie den Bonds, während sie im rechtlichen Sinne den wechselmäßigen Papieren zuzurechnen sind. Denn einerseits werden sie genau wie Bonds gehandelt und wie diese ausgestattet, sie sind z. B. auch mit Couponbogen versehen, während sie andererseits sämtliche Hauptmerkmale eines von einer Bahngesellschaft ausgestellten Solawechsels tragen. Sie werden daher auch in Amerika als Promissory Notes betrachtet.

Die Sicherstellung der Noten entspricht vollständig der der

Bonds. Allerdings ist zu bemerken, daß die Eisenbahnstrecke selbst niemals den kurzfristigen Noten zur Sicherheit verpfändet wird. Entsprechend der Sicherstellung werden verschiedene Arten von Notes unterschieden. Es gibt Collateral Trust Notes, die durch Hinterlegung von Effekten gesichert sind und die den größten Teil der in der letzten Jahren ausgegebenen Noten ausmachen; ferner Equipment Trust Notes, die durch Verpfändung von rollendem Material sichergestellt sind, und Notes, die eine besondere Sicherstellung überhaupt nicht haben, sondern die eine einfache Schuld der Gesellschaft bilden.

In neuester Zeit sind auch Short Term Notes ausgegeben worden, die mit einem Umtauschrecht ausgestattet waren. Dieses besteht gewöhnlich darin, daß die Notes gegen Bonds umgetauscht werden können und zwar meistens gegen solche Bonds, die als Collateral für die Sicherheit der Notes dienen.

Zur Erläuterung dieser Art der Short Term Notes soll das folgende Beispiel dienen: Die Southern Railway Company emittierte im Mai 1908 $ 15000000 6% Convertible 3 year Gold Notes, die mit folgender Sicherheit ausgestattet waren: »These Notes are to be secured by pledge under Trust Agreement with the New-York Trust Company, Trustee, of the following collateral:

$ 20000000 Southern Ry. Development & General Mtge. 4% Bonds Ser. A.
$ 2500000 Tennessee Central RR. Prior Lien Mtge. 4% Bonds
$ 2000000 Virginia & Southwestern Ry. First Cons. Mtge. 5% Bonds.

The holders of Notes are to have the right at their option at any time, upon five days' previous notice, to convert their Notes at par into the pledged Southern Ry. Developmet & General Mortgage 4% Bonds, Series A, at the following rates: Until and including May 1st., 1909, at 80%, thereafter until and including May 2nd., 1910, at 82 1/2%, and thereafter until and including May 1st., 1911, at 85%, interest in each case, and upon both notes and bonds, being allowed and adjusted.«

Eine solche Ausgabe konvertibler Noten entspringt anderen Motiven als die Ausgabe von in Aktien umwandelbaren Obligationen. Denn während hier die Gewinnchance, die ein Umtausch mit sich bringen kann, die Kapitalisten zum Kauf und sogar zur Zahlung eines ziemlich hohen Preises für die Convertible Bonds anreizen und so der Gesellschaft billige Geldmittel verschaffen soll, hat die

Ausgabe von Convertible Notes besonders den Zweck, außer der sofortigen Kapitalbeschaffung gleichzeitig Abnehmer für die hinterlegten neuen Bonds, die im Augenblicke nicht zu placieren sind, zu sichern. Darum wird in diesen Fällen der Umtauschkurs auch ein leichter erreichbarer sein, als dies bei den Umtauschbedingungen der Convertible Bonds der Fall zu sein pflegt.

Die Ausgabe von kurzfristigen Noten erfolgt meist dann, wenn die Lage des Geldmarktes und des Effektenmarktes so beschaffen ist, daß Bonds mit längerer Laufzeit nur zu sehr schlechten Preisen verkauft werden können. In diesem Falle beschließen die Gesellschaften mit Vorliebe die Emission von kurzfristigen Notes, die meist nur eine Laufzeit von 2 bis 10 Jahren haben. Da sich meist hoffen läßt, daß bis zum Fälligkeitstermin der Notes der Markt sich bessert und für Bondsemissionen aufnahmefähig wird, so können bei Eintritt einer derartigen Besserung die Bonds zu wesentlich besseren Bedingungen ausgegeben werden, als vordem. In einem solchen Falle werden dann fast stets die Short Term Notes aus dem Erlös der betreffenden Bonds abbezahlt.

Da die Notes nur eine kurze Laufzeit haben, bilden sie kein geeignetes Effekt für das allgemeine Anlage- und Sparpublikum. Sie sind, dank ihrer meist relativ hohen Verzinsung, namentlich für Großkapitalisten geeignet, die für kurze Zeit einen Teil ihres Kapitals flüssig haben, welchen sie in den Noten nutzbringend investieren können. Aus diesem Umstand erklärt es sich auch, daß die einzelnen Abschnitte der Noten oft auf sehr hohe Beträge, wie z. B. $ 10000 und mehr, lauten.

Die Sicherstellung der Noten variiert in ihrer Form, wie wir gesehen haben, sehr stark. Der Wert der Sicherheit ist aber meist ein verhältnismäßig hoher, da die Gesellschaften den Preis, den sie für die Noten erzielen, nicht durch mangelhafte Sicherstellung derselben verschlechtern wollen.

XI. Die Forderungen der Railroad Securities Commission bezüglich der künftigen Finanzierung der Bahngesellschaften.

Wenn man sich heute die Frage vorlegt, wie sich wohl in der Zukunft die Finanzierung der Eisenbahngesellschaften weiter entwickeln werde, so findet man die besten Anhaltspunkte zur Beantwortung dieser Frage in dem Bericht der Railroad Securities Commission. Diese Kommission wurde von dem Präsidenten Taft eingesetzt, um über Fragen, die sich auf die Ausgabe von Aktien und Schuldverschreibungen von Eisenbahnkorporationen beziehen, Untersuchungen anzustellen. Diese, unter dem Vorsitz von Hadley arbeitende Kommission hat Ende des Jahres 1911 ihren Bericht dem Präsidenten vorgelegt, der ihre Vorschläge zur Regelung des Finanzierungswesens enthält.

Ganz wider Erwarten sind die Forderungen, die dieser Report aufstellt, relativ so milde, daß das Erscheinen desselben von der Börse mit einer starken Hausse in Eisenbahnwerten begrüßt wurde. Das erklärt sich daraus, daß Hadley die Befürchtung hatte, allzustrenge Reformvorschläge würden den Bahnen, namentlich den schwächeren, die Deckung des Kapitalbedarfs erschweren oder unmöglich machen.

Da die Forderungen der Kommission also ziemlich leicht zu erfüllen sind, läßt sich wohl mit einiger Sicherheit annehmen, daß in kürzester Zeit diese Reformvorschläge zu Gesetzen werden und dann die Finanzierung der Bahngesellschaften in der Zukunft bestimmend regeln.

Die speziellen Forderungen der Kommission sind an den entsprechenden Stellen früherer Kapitel bereits angeführt. Es bleibt daher nur übrig, hier zum Schluß noch auf zwei Vorschläge einzugehen, die von allgemeiner Bedeutung für die Gesellschaften selbst und für ihre Finanzierung sind. Der eine will die Beseitigung der Teilung der Bahnkontrolle zwischen Staat und Bund herbeiführen, während der andere die Forderung größerer Publizität bei künftigen Emissionen aufstellt. Die Begründung dieser Forde-

rungen und die Vorschläge für ihre Erfüllung folgen hier ungefähr in den Worten des Berichts:

Obwohl von verschiedenen Gesichtspunkten ausgehend, sind Verfrachter sowohl, als Effektenbesitzer und durch sie das allgemeine Publikum zu der Anschauung gekommen, daß durch die Gesetze der Einzelstaaten ihre Interessen in ungleicher Weise geschützt werden. Immer brennender wird daher die Frage, ob die Bundesregierung es nicht unternehmen soll, die Kapitalbeschaffung der zwischenstaatlichen Handel betreibenden Eisenbahnen zu regeln, als notwendige Maßnahme, um diesen Handel zu kontrollieren. Naturgemäß hat diese Frage zwei Gesichtspunkte:

1. welche Schritte des Kongresses am besten der gegenwärtigen Situation Rechnung tragen und
2. von welchen allgemeinen Grundsätzen sich die Bundesregierung bei künftigen Gesetzen diesbezüglich leiten lassen soll.

Was nun ein sofortiges Eingreifen des Kongresses betrifft, so glaubt die Kommission, daß strenge Vorkehrungen, die Publizität von Aktien- und Bondsemissionen betreffend, aus denen die Gesetzmäßigkeit zu ersehen ist und der Bundesregierung die Möglichkeit gegeben wird, die einzelnen Eisenbahnleiter für Ungesetzlichkeiten verantwortlich zu machen, heilsamer und wirksamer sein werden, als irgendwelche neue legislative Forderungen. Solange die im zwischenstaatlichen Handel engagierten Bahnen von den einzelnen Staaten konzessioniert sind und ihre Kapitalsaufwendung durch deren Gesetze geregelt wird, würde weitere Beschränkung durch die Bundesregierung die an und für sich schon sehr komplizierte Situation nur noch mehr verwirren.

Die Zeit ist aber wohl nicht fern, wo die Schwierigkeiten des jetzigen Systems einer dualistischen Kontrolle und die Verschiedenartigkeit der Gesetze der Einzelstaaten so offenbar werden, daß weitere diesbezügliche Gesetze unerläßlich sein werden. Wenn nicht die verfassungsmäßige Macht des Kongresses zur Regelung der Kapitalverhältnisse der im zwischenstaatlichen Handel tätigen Bahnen ein für allemal als bestehend festgestellt wird, und zwar in dem Maße, daß die Kontrolle der Einzelstaaten ausgeschaltet wird, so liegen zwei Möglichkeiten vor: entweder müssen die Bundesregierung und die Regierung der Einzelstaaten zu einem gemeinsamen Einverständnis hinsichtlich der Grundsätze bei Regelung von Kapitalsemissionen gelangen, oder es wird den Bahnen die Möglichkeit geboten werden müssen, ihre einzelstaatlichen Konzessionen in Bundeskonzessionen umzuwandeln.

Das Fundamentalprinzip bei einer solchen Regelung der Kapitalsemissionen sieht die Kommission nicht in einer neuen bundesseitigen Regelung von Aktienemissionen, sondern in der Annahme von Vorkehrungen, die eine durchgreifende Publizität herbeiführen hinsichtlich der Emissionsbedingungen in den einzelnen Staaten und hinsichtlich der Verwendung des Emissionserlöses. Jede im zwischenstaatlichen Verkehr stehende Bahn, welche Aktien oder Bonds emittiert, sollte gesetzlich angewiesen sein, bei der Emission der Interstate Commerce Commission alle Daten über die Emission, den Erlös und seine beabsichtigte Verwendung detailliert zu liefern; nach angemessener Zeit sollte dann eine Abrechnung über diese Kapitalszugänge folgen.

Eine derartige Maßregel setzt der Freiheit der einzelnen Staaten keine Schranken, irgendwelche ihnen beliebige Gesetze zu schaffen, welche die Gesellschaften in ihren eigenen Grenzen betreffen. Wollen sie strenge Gesetze, so können sie solche geben. Glauben sie, durch die Erlaubnis, Aktien unter Pari zu emittieren, das Kapital zu ermutigen, so können sie solche Emissionen gestatten. Kommt die strenge Handhabung der Gesetze mit lokalen Bedürfnissen in Widerspruch, so können sie diese Gesetze ändern. Aber die Gesellschaften müssen genau angeben, was sie treiben. Sie dürfen nicht das Geld des Bondskäufers an sich ziehen durch Vorspiegelung, daß 100% für die Aktien eingezahlt wurden, wenn nur 50% eingezahlt sind. Sie können, wenn sie wollen, in der Bilanz nicht voll eingezahltes Aktienkapital als vollen Passivposten ausweisen; aber sie müssen es heute dem, der sein Geld anlegt, und morgen der Öffentlichkeit klar und deutlich ausweisen, wieviel von diesen Verbindlichkeiten durch Eingänge an barem Geld entstanden sind und wieviel nur durch das, was man in England in Bilanzen »Nominal additions to capital« nennt.

Es stehen zwei Wege offen bei dem Bemühen Publizität zu erzielen: entweder die ausdrückliche Genehmigung irgendeiner administrativen Behörde vor der Emission solcher Werte einzuholen, oder sich auf allgemeine gesetzliche Vorkehrungen zu stützen, nach welchen die Bahnleiter solche Werte emittieren können und dann für deren richtige Verwendung voll verantwortlich sind. In beiden Fällen muß der verlangte Ausweis in jeder Hinsicht vollständig und entsprechend sein, und der Interstate Commerce Commission oder einer anderen administrativen Behörde muß die Macht gegeben werden, alles ihrer Ansicht nach nötige zu veranlassen, um dem Gesetz Achtung zu verschaffen und das

Publikum vor Schaden zu bewahren. Beide Alternativen müßten auch eine Werttaxation des Gesellschaftseigentums und etwa geleisteter Dienste mit sich bringen, wann immer sich solche Taxation zum Beweise der Lauterkeit der fraglichen Finanztransaktion als notwendig erweisen sollte. Die erste Alternative bürgt für vernünftige volle Publizität vor vollzogener Tatsache. Eine offizielle Prüfung, welche dem formalen Antrage folgt, würde darauf hinzielen, Versuche zur Gesetzesumgehung zu entmutigen; und wahrscheinlich würde so der Antrag auf Erlaubnis solcher Emissionen verhindert, die fragwürdiger Natur sind, sei es wegen ihrer finanziellen Mängel, sei es, weil sie — statt Verkehrsverbesserungen zu dienen — nur bestehende Bahnen um Parallellinien vermehren.

Nichtsdestoweniger zieht die Kommission die zweite Alternative vor, und bezweifelt unter gegenwärtigen Verhältnissen die Nützlichkeit eines allgemeinen Gesetzes, welches den Bahnen den Verkauf von Effekten ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis verbietet. Vorhergehende Autorisation würde bewirken, daß ein Teil des geldanlegenden Publikums den Eindruck einer Garantie oder offiziellen Anerkennung gewinnen würde, die keine administrative Behörde mit Sicherheit geben kann. Die Ablehnung einer solchen Empfehlung durch die Kommission bezweckt es, klar zu machen, daß keine solche Garantie durch eine Behörde geleistet werden darf. Eine im Ausbau begriffene Bahn braucht fortwährend Geld, und die Verwaltung sowohl wie die Direktoren wissen am besten das jährliche Erfordernis zu schätzen. Es ist offenbar zum Vorteil der Gesellschaft und der Öffentlichkeit, daß eine Bahn ihr Geld möglichst billig bekommt. Die Politik, das Anwachsen einer schwebenden Schuld zu gestatten, im Hinblick auf deren spätere Tilgung durch Aktien- oder Bondsausgabe, nach Fertigstellung der Verbesserungen, ist nicht gut, und sollte möglichst vermieden werden. Eine Behörde, deren Zustimmung zur Kapitalbeschaffung im voraus erforderlich wäre, würde große Schwierigkeiten haben, immer schnell genug zu handeln, um es den Bahnen möglich zu machen, sich günstige Geldmärkte zunutze zu machen und so die Aufnahme schwebender Schuld zu vermeiden. Sie könnte unter Umständen so sorglos handeln, daß sie die Direktoren vor Verantwortung schützt, anstatt dem Publikum als Schutz zu dienen.

Die Hadley Kommission hat den Entwurf eines Gesetzes ausgearbeitet, das der Interstate Commerce Commission die Macht geben soll, die Prüfung der Emissionen der Bahngesellschaften vorzunehmen. Die Kommission glaubt, daß die der Interstate

Commerce Commission durch dieses Gesetz gewährleisteten Machtbefugnisse groß genug sind, um die öffentlichen Interessen zu schützen, ohne die Notwendigkeit, ein Gesetz zu beschließen, durch welches für jeden Einzelfall im voraus die spezielle Genehmigung des Betrages und des Zweckes einer Aktien- oder Bondsemission verlangt wird.

Die Durchführung des von der Kommission vorgeschlagenen Gesetzes wird nicht leicht sein, besonders da sich in allen Teilen der Vereinigten Staaten das Publikum an die Umgehung der Aktiengesetzgebung gewöhnt hat. Aber die Kommission glaubt mit Zuversicht, daß die von ihr erstrebte volle Publizität die Mißstände verringern wird, die das Verlangen nach unmittelbarem, bundesseitigem Eingreifen hatten entstehen lassen.

»Sorgen wir für volle Publizität, so werden wir die betrügerische Kontrahierung von Schulden verringern. Es ist eher der Grad der Publizität, als die Strenge des Gesetzes, welche das Publikum in Wahrheit schützt. Ein strenges Gesetz, dem nicht entsprechende Geltung verschafft wird, und das im Geheimen umgangen wird, ist das allerschlechteste, was man dem Publikum bieten kann, weil es Sicherheitsgefühle, die in Wirklichkeit keine Begründung haben, berechtigt erscheinen läßt.«

Quellenverzeichnis.

Adams: Railroads, their origin and problems; Philadelphia 1899.
Amazing growth of Mr. Harriman's railroad interests; World's Work 1909.
American railroads and British investors; American Review of Reviews 1908.
American Year Book; New York, London 1912.
Annual Reports of the Internal Commerce of the United States; Washington 1877ff.
Annual Reports of the Interstate Commerce Commission; Washington 1888ff.
Aschrott: Die amerikanischen Bahnen und das neue Eisenbahngesetz in den Vereinigten Staaten, Berlin 1889.
Bonham: Railway Secrecy and Trusts; New York, London 1902.
Bryce: The American Commonwealth; New York 1909.
Burton: Corporations and the State; New York, London 1911.
Buying Bonds in small Amounts; American Review of Reviews 1908.
Carter: When Railroads were new; London 1909.
Clark: State Railroad Commissions and how they may be made effective; Baltimore 1902.
Cleveland and Powell: Railroad Promotion and Capatalization in the United States; London 1909.
Clews: Twenty-eight years in Wall Street; New York 1888.
Cook: Industrial Democracy or Monopoly; Mc. Clure's Magazine 1912.
Daggett: Railroad Reorganization; Boston 1908.
Dewsnup: Railway Organization and Working; Chicago 1906.
Dixon: State Railroad Control with a History of its Development in Iowa; New York 1896.
Extra Income from Equipment Bonds; American Review of Reviews 1908.
Greene: Corporation Finance; New York 1908.
Hadley: Railroad's Transportation, its History and its Laws; New York 1886.
Haines: American Railway Management; New York 1897.
Haines: Problems in Railway Regulation; New York 1911.
Handbuch amerikanischer Eisenbahnen; Hamburg 1911.
Heymann: Aus der Englischen Finanzierungspraxis; Bank-Archiv, 11. Jahrgang.
Hoff-Schwabach: Nordamerikanische Eisenbahnen; Berlin 1906.
Holdheim: Mortgage und Mortgagebonds; Berlin 1895.
Hull: Practical Problems in Banking and Currency; New York 1907.
Johnson: American Railway Transportation; New York, London 1910.
Johnson: Elements of Transportation; New York, London 1909.
Jones: A Treatise on the Law of Mortgages of Real Property; Boston 1879.
Jones: A Treatise on the Law of Mortgages of Personal Property; Boston 1881.
Kent: Commentaries on American Law; New York 1840.
Keys: An Era of better Railroads; World's Work 1909.

Keys: The Battles of the Railroads; World's Work 1910.
Kupka: Amerikanische Eisenbahnen; Wien 1877.
Lane: Railroad Capitalization and Federal Regulation; American Review of Reviews 1908.
Langstroth-Stilz: Railway Cooperation; Philadelphia 1899.
Lavoinne-Pontzen: Les Chemins de Fers en Amérique; Paris 1880.
Lee: Railroad Valuation; Bankers' Magazine 1907.
Leyen, v. d.: Die Nordamerikanischen Eisenbahnen in ihren wirtschaftlichen und politischen Beziehungen; Leipzig 1885.
Leyen, v. d.: Finanz- und Verkehrspolitik der nordamerikanischen Eisenbahnen; Berlin 1895.
Leyen, v. d.: Neuere Untersuchungen über die Finanzen der Eisenbahnen in den Vereinigten Staaten von Amerika; Bank-Archiv, 7. Jahrgang.
Liefmann: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften; Jena 1909.
Liefmann: Kartelle und Trusts und die Weiterbildung der volkswirtschaftlichen Organisation; Stuttgart 1910.
McNeal: Short Term Notes.
McPherson: Railroad Freight Rates in Relation to the Industry and Commerce of the United States; New York 1909.
McPherson: The Needs of the Railroads; Political Science Quarterly 1908.
Meade: Trust Finance; New York, London 1910.
Meyer: Railway Legislation in the United States; New York 1903.
Meyer: A History of the Northern Securities Case; Madison, Wis. 1906.
Michaelis: Die Canada Pacific Bahn; Berlin 1912.
Moody: The real Key to Railroad Investement Values; American Review of Reviews 1910.
Moody: The Truth about Trusts; New York 1904 (?)
Morris: Railroad Administration; New York, London 1910.
Nelson: The ABC of Wall Street; New York 1909.
Newcomb: Railway Economies; Philadelphia 1898.
Oss, van: American Railroads as Investments; London 1893.
Oss, van: American Railroads and British Investors; London 1893.
Perrot: Eisenbahnaktienschwindel; Rostock 1873.
Perry: Law of Trusts and Trustees; Boston 1872.
Pierce: Treatise on American Railroad Law; New York 1875.
Pingrey: A Treatise on the Law of Mortgages of Real Property; Philadelphia 1893.
Postal Savings in Aid of American Enterprise: American Review of Reviews 1908.
Poor's: Manual of Railroads; New York 1878 ff.
Pratt: American Railways; London 1903.
Reizenstein: The Economical History of the Baltimore and Ohio Railroad (1827—1853); Baltimore 1897.
Ripley: Railway Problems; Boston 1907.
Report of the Railroad Securities Commission; Washington 1911.
Rosenthal: Amerikanische Bonds; Stuttgart, Berlin 1912.
Singer: Die Amerikanischen Eisenbahn- und Industriepapiere; Berlin 1910.
Singer: Die Amerikanischen Bahnen und ihre Bedeutung für die Weltwirtschaft; Berlin 1909.
Snyder: American Railways as Investments; New York 1907.
Speare: Selling American Bonds in Europe; Philadelphia 1907.

Spearman: The Strategy of Great Railroads; London 1905.

Special Report No. 1 of the Interstate Commerce Commission: Intercorporate Relationships of Railways in the United States as of June 30. 1906; Washington 1908.

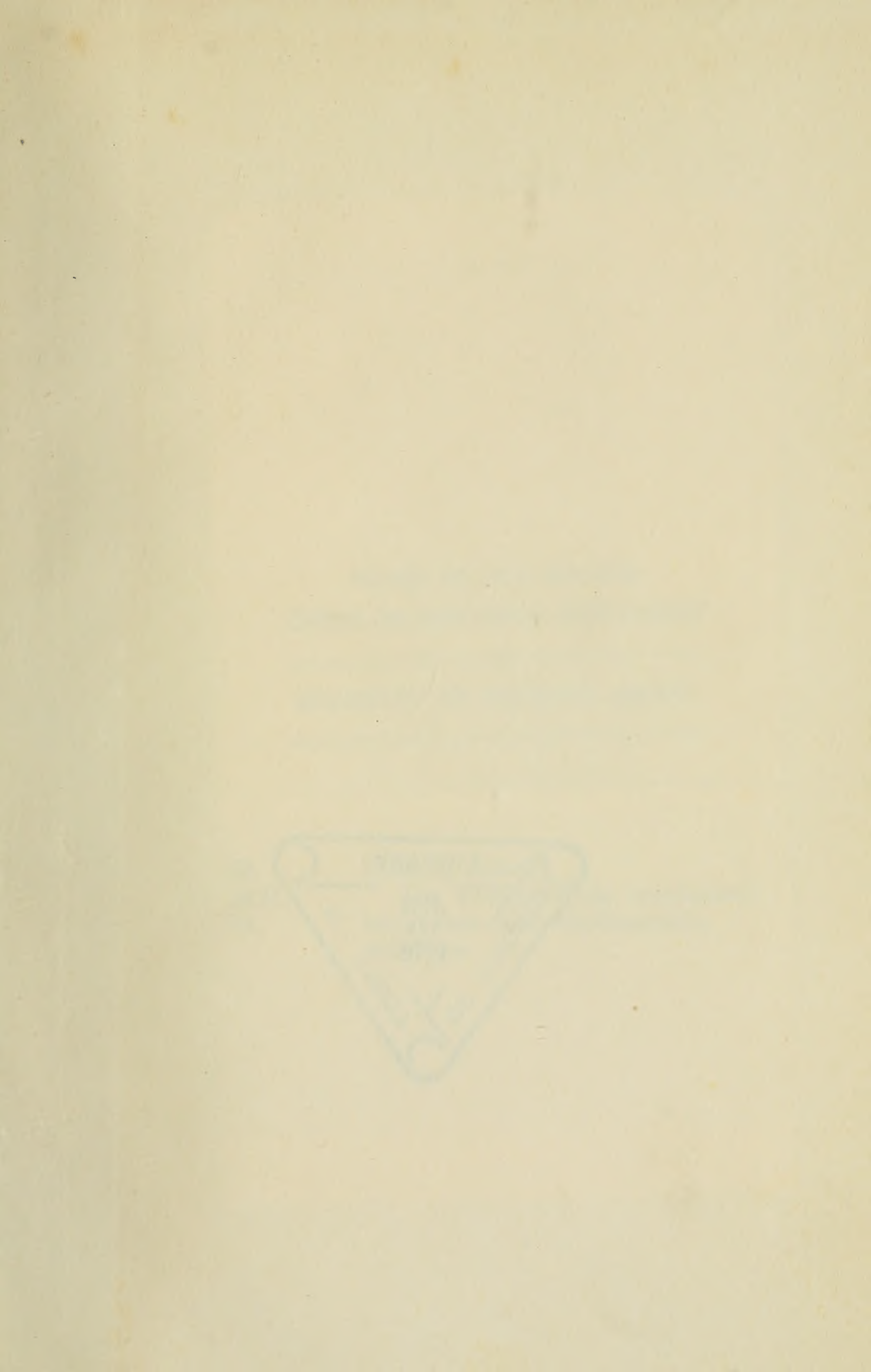
Statistics of Railways in the United States; Washington 1890ff.

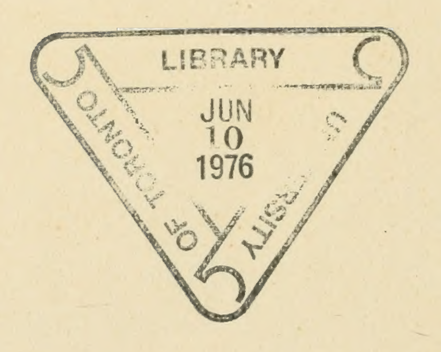
Sterne: The Railway Question; Washington 1883.

Stickney: The Railway Problem; St. Paul, Minn. 1891.

Wiedenfeld: Die Einheitsbewegung unter den Eisenbahnen der Vereinigten Staaten von Amerika; Archiv für Eisenbahnwesen, 1903.

Wood: Modern Business Corporations; Indianapolis 1906.



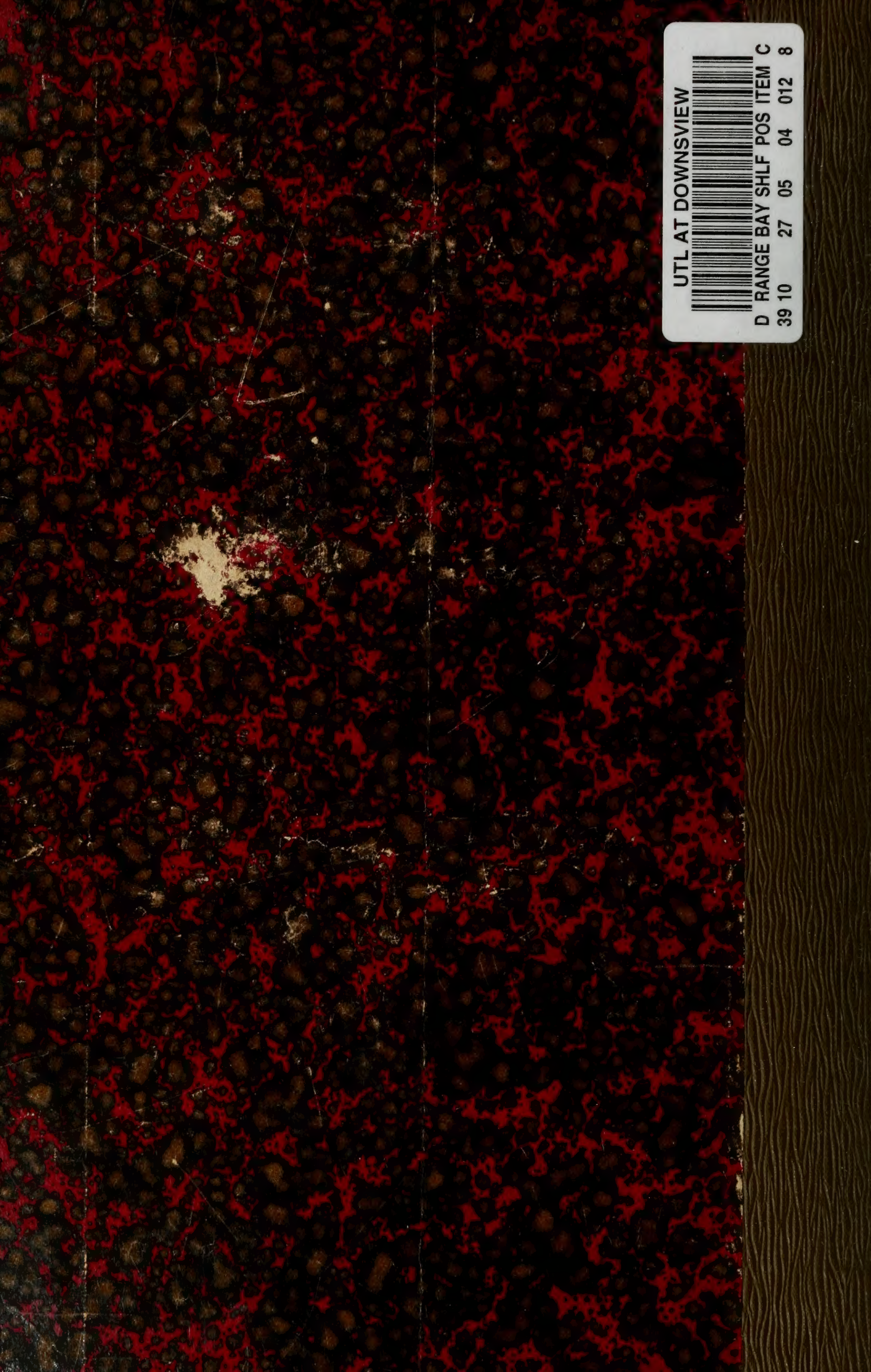

LIBRARY
JUN
10
1976
OF TORONTO

PLEASE DO NOT REMOVE
CARDS OR SLIPS FROM THIS POCKET

UNIVERSITY OF TORONTO LIBRARY

HE 2231 P5

Picard, Ernst
Die Finanzierung nordamerikanischer Eisenbahngesellschaften


UTL AT DOWNSVIEW
D RANGE BAY SHLF POS ITEM C
39 10 27 05 04 012 8